



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2008/19

Abril 2008

**TITULO: ACCIONISTAS EXTERNOS DE GRUPOS DE SOCIEDADES: UNA PRIMERA
APROXIMACIÓN A LA NECESIDAD DE EXTENDER LA PERSPECTIVA TUTITIVA A LA
SOCIEDAD MATRIZ**

Autor: MÓNICA FUENTES NAHARRO
DOCTOR EN DERECHO
DEPARTAMENTO DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.

Universidad Complutense.

Ciudad Universitaria s/n.

28040 Madrid

00 34 -913 94 54 93

E-mail autor: monicafuentes@der.ucm.es

<http://www.ucm.es/info/mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense

<http://www.ucm.es/eprintswww.ucm.es/BUCM/der/10437.php>

Copyright © 2008 por el autor

RESUMEN:

El régimen tuitivo de los accionistas minoritarios de las sociedades de grupo ha sido una de las problemáticas que más atención ha recibido tradicionalmente por parte de legisladores, doctrina y jurisprudencia comparada. La lógica de esta preocupación reside, entre otros motivos, en el potencial perjuicio al que esta categoría de sujetos se enfrenta cuando su sociedad pasa a formar parte de una estructura empresarial policorporativa caracterizada esencialmente, como es sabido, porque la dirección empresarial de la sociedad a que pertenecen queda supeditada a las directrices emitidas desde fuera de la propia sociedad (dirección externa) que atienden a un interés empresarial distinto y, en ocasiones, contradictorio al interés propio de esa sociedad individualmente considerada: el denominado interés del grupo. Ello se puede traducir, en no pocas ocasiones, en un perjuicio patrimonial para esa sociedad y, lógicamente, en un perjuicio en la posición patrimonial de sus accionistas (especialmente, de aquellos que no pertenecen al grupo de sociedades). Aunque tradicionalmente la doctrina se ha ocupado muy especialmente de la protección de los socios externos de las sociedades de grupo que ocupan la posición de “dominadas”, entendemos que muchos de estos problemas se presentan o se pueden llegar a presentar con parecida intensidad en las sociedades matrices, por lo que entendemos que esta categoría de sujetos necesita igualmente de una específica atención tuitiva (obviada desafortunadamente por la totalidad de los legisladores que han abordado el problema del grupo) desde el plano de la sociedad matriz. A estos efectos, en países como el nuestro, que no cuentan con un derecho de grupos, resultara necesario adaptar las reglas de tutela de la minoría del derecho común de sociedades de capital. No obstante, debido a la específica naturaleza del grupo, es fácil imaginar que, en ocasiones, este régimen de tutela de la minoría, pensado para resolver conflictos propios de las sociedades no vinculadas ni integradas en grupos, provoque ciertas disfunciones o no resulte del todo trasladable para resolver con éxito la problemática que nos ocupa.

PALABRAS CLAVE: GRUPOS DE SOCIEDADES, ACCIONISTAS EXTERNOS, SOCIEDAD MATRIZ

ABSTRACT:

The protective legal regimen of minority shareholders of corporate groups has been one of the problems which traditionally have received more attention from legislators, literature and comparative jurisprudence. The logic of this concern lies, among other reasons, on the potential harm that these shareholders face when their company becomes part of a policorporative structure characterized essentially, as it is known, because the business goal of their company becomes subordinated to the guidelines issued from outside the company that serve a different and sometimes opposite business interest: the so-called interest of the group. This can turn out in many cases a serious prejudice in the economic position its shareholders (especially those who do not participate in any other

company of the group). Notwithstanding with the above, while traditionally the doctrine has been particularly busy for the protection of minority interests of the companies that occupy the position of "subsidiaries", we understand, with much of the doctrine, that many of these problems may occur with similar intensity in the parent companies. Thus, we understand these kind of subjects also need a specified attention (unfortunately avoided by all the legislators who have addressed the problem of the group) from the parent company perspective. To this end, in countries like ours, which do not have a legal regime for corporate groups, it is necessary to adapt the minority rules from our common law of companies. However, due to the specific nature of the group, it is easy to imagine that at times this regime to protect the minority, thought to resolve conflicts on companies which are not linked or integrated into groups, causing some malfunctions or not at all be applied successfully to solve the problem at hand.

KEY WORDS: CORPORATE GROUPS, MINORITY SHAREHOLDER'S, PARENT COMPANY

**ACCIONISTAS EXTERNOS DE GRUPOS DE SOCIEDADES: UNA PRIMERA
APROXIMACIÓN A LA NECESIDAD DE EXTENDER LA PERSPECTIVA TUITIVA
A LA SOCIEDAD MATRIZ¹**

MÓNICA FUENTES NAHARRO
DOCTOR EN DERECHO
DEPARTAMENTO DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

SUMARIO:

I.- LA ORIENTACIÓN CLÁSICA DEL DERECHO DE GRUPOS: LA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS EXTERNOS DE LAS SOCIEDADES FILIALES	5
A.- Una visión comparada.....	7
B.- La construcción dogmática realizada por la doctrina española ante la ausencia de un derecho positivo de grupos.....	9
II.- LA NECESIDAD DE UNA PERSPECTIVA TUITIVA QUE ACOJA A LOS ACCIONISTAS EXTERNOS DE LA SOCIEDAD MATRIZ.....	12
A.- Las carencias tuitivas en la “cabeza” del grupo	12
B.- La construcción doctrinal y jurisprudencial de la protección de los accionistas externos de la matriz.....	16
1.- La articulación de un derecho de separación del accionista externo de la matriz: construcciones dogmáticas.....	16
2.- El reconocimiento de un ámbito decisorio al órgano de socios de la matriz respecto de operaciones que afecten vitalmente a su patrimonio y socios.....	19
3.- La protección frente al perjuicio patrimonial sufrido por la matriz en el ejercicio de la dirección unitaria.....	25
III.- ALGUNAS REFLEXIONES FINALES SOBRE LA PROBLEMÁTICA PLANTEADA EN LOS GRUPOS DE SOCIEDADES COTIZADAS.....	26

¹ El presente trabajo recoge la comunicación presentada en el “IV Seminar Harvard-Complutense on Commercial Law: Shareholders Rights in Listed Companies”, celebrado los días 30 y 31 de octubre de 2006 en la *Law School* de la Universidad de Harvard. Se ha respetado el tono de la exposición, limitado por el tiempo que la organización otorgó a cada comunicante. No obstante, aun cuando el trabajo no deja de ser aproximativo, se han añadido algunas consideraciones adicionales, tanto en texto como en nota al pie, y las indicaciones bibliográficas esenciales.

I.- LA ORIENTACIÓN CLÁSICA DEL DERECHO DE GRUPOS: LA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS EXTERNOS DE LAS SOCIEDADES FILIALES

Aunque desde hace ya varios años reconocidos autores vienen criticando la orientación exclusivamente tuitiva que todos los ordenamientos otorgan al régimen jurídico de los grupos por entender que la complejidad del fenómeno exige abarcar también sus aspectos organizativos, lo cierto es que esa perspectiva tuitiva sigue dominando los criterios de política jurídica de todos ellos. Tanto en aquellos países que han optado por una sistematización ordenada y global del grupo (Alemania, Brasil, Portugal y más recientemente, Italia), como en aquellos que, como el nuestro, han optado por un tratamiento legislativo y jurisprudencial de algunos de los problemas que surgen en torno a él (entre otros, Francia y Estados Unidos), la preocupación de los legisladores, jueces y doctrina científica se ha centrado de forma casi exclusiva, desde la perspectiva societaria, en la construcción de medidas que tutelen el patrimonio de las sociedades filiales – dominadas, esto es, integradas en grupos jerárquicos– y de los intereses más vulnerables que se hallan vinculados a ellas, principalmente los denominados socios minoritarios o “externos”² y los acreedores. Respecto de estos últimos, los

² El socio “externo” ha sido considerado tradicionalmente por legisladores y doctrina como el socio de la sociedad *dependiente* que no pertenezca en modo alguno de forma directa ni indirecta al “círculo de control” del grupo o que, por otra circunstancia, no sufra la especial degradación en su posición jurídica que se vincula a la figura del socio externo. Con esa calificación se alude a la desvinculación (“alienidad”) de ese socio respecto del interés del grupo al que está subordinado su sociedad: *vid.* EMBID IRUJO, *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios*, Madrid, 1987, p. 173; MARTÍNEZ MACHUCA, *La protección de los socios externos en los grupos de sociedades*, Bolonia, 1999, p. 162. También los legisladores coinciden en nociones similares a la indicada. Este es el caso del alemán, que en la Exposición de Motivos de la *AktG* establece que son accionistas externos todos los socios de la sociedad dependiente con excepción de: la sociedad matriz, los accionistas cuyo patrimonio constituya una unidad con el patrimonio de la sociedad matriz, los accionistas cuyos rendimientos repercutan en la sociedad matriz, los accionistas cuyos títulos pertenezcan en su totalidad a la sociedad matriz, los accionistas que hayan concluido un contrato de cesión total de beneficios con la sociedad matriz y los terceros que contratan con la sociedad dependiente. En forma similar se manifiesta el Código de Sociedades portugués: el artículo 494 CSC parte de que son socios externos (*sócios livres*, en la terminología de ese Código) “todos los socios o accionistas de la sociedad subordinada”, excluyendo expresamente a los socios de la sociedad “directora” (esto es, la matriz), las sociedades o personas relacionadas con la sociedad directora, las personas que posean más del 10% del capital de las sociedades mencionadas, la sociedad subordinada y las sociedades dominadas por la sociedad subordinada. Aunque en nuestro ordenamiento no exista una disciplina especial para regular los grupos de sociedades, resulta de especial interés la definición que aportó el Anteproyecto de LSA, donde se preveía un régimen para los grupos que luego no prosperó y que definía al socio externo (art. 233) como: los socios de las sociedades dependientes que no tienen participación alguna en el capital de la sociedad matriz o que, teniéndola, no supera el 1% de ese capital. Todas ellas, como se puede apreciar, son definiciones que excluyen a los socios de la matriz. Sin embargo, esta visión tradicional del concepto de

acreedores, la preocupación de legisladores, jurisprudencia y doctrina se ha orientado siempre a prever mecanismos que permitan evitar o, cuando menos, compensar el perjuicio indirecto que podría ocasionar a esta categoría de sujetos la desventaja patrimonial que sus sociedades deudoras puedan sufrir al estar subordinadas a una política empresarial que atiende a la primacía del interés global del conjunto del grupo y no al interés particular de cada una de las sociedades que lo forman.

Sin embargo, el estudio de un régimen protector de aquéllos, los accionistas externos, abarca una perspectiva más amplia, en tanto se concreta no sólo en atender a la protección del patrimonio de sus sociedades filiales –con la protección indirecta que ello conlleva de los derechos patrimoniales que sus socios tienen en ellas– sino también en articular medidas que aminoren o contrarresten en algún modo la merma de los derechos políticos que sufren esos accionistas cuando su sociedad pasa a formar parte de un grupo. Esta merma tiene su origen en que la incorporación a un grupo altera o distorsiona sensiblemente el modelo organizativo clásico de sociedad. Y es que, aunque hacia el exterior la filial sigue pareciendo una sociedad ordinaria dotada de órganos legales cuyas funciones se encuentran claramente definidas, tal y como prevé la Ley, sin embargo, desde un punto de vista, podríamos decir, “logístico”, la dirección unitaria opera a través de una red de mando jerarquizada donde los protagonistas son los órganos de administración de las sociedades filiales, que actuarán siguiendo los dictados del órgano de dirección del grupo que, a su vez, suele coincidir con el órgano de

socio externo y de lo que ello significa (la exclusión de cualquier medida tuitiva para quienes no encajen en esa noción) viene siendo matizada –fruto sin duda de la evolución del derecho de grupos que deseamos siquiera plantear en este trabajo– en los últimos años por nuestra más autorizada doctrina: cada vez un mayor número de nuestros autores especializados admite la posibilidad –y la necesidad– de incluir dentro de esta noción también a aquellos socios de la matriz o dominante que no pertenecen al círculo de control del grupo o cuando menos, de atender a las necesidades tuitivas planteadas a este nivel (los minoritarios de la dominante) por cuanto su posición jurídica también se puede ver afectada como consecuencia del funcionamiento del grupo: EMBID IRUJO, “Cuestiones generales sobre la tutela de los socios externos”, en AAVV *I gruppi di società*, Vol. II, Milán, 1996, p. 1215; DE ARRIBA FERNÁNDEZ, *Derecho de grupos de sociedades*, Civitas, Madrid, 2004, p. 178; FERNÁNDEZ DEL POZO, “Aplicación de resultados en la sociedad dominante y cuentas consolidadas”, *RdS*, 1997, p. 186 y ss, EMBID IRUJO/GIRGADO PERANDONES, “Aproximación al significado jurídico de los órganos del grupo de sociedades. Especial referencia al papel de la Junta general”, en (coord.) EMBID IRUJO, *Las competencias de los órganos sociales en las sociedades de capital*, Valencia, 2005, p. 321; DE ARRIBA FERNÁNDEZ, *Derecho de grupos de sociedades*, Civitas, Madrid, 2004, p. 178. No obstante, en contra, MARTÍNEZ MACHUCA, *La protección de los socios externos...*, cit., p. 162, limita rotundamente el calificativo de “socio externo” al “socio de la dependiente que no mantiene ningún tipo de relación con la sociedad matriz”, y sólo a él le reconoce merecedor de unas medidas especiales de protección.

dirección de la sociedad matriz, titular de la dirección unitaria³. De esta forma, la ejecución de la política económica unitaria del grupo queda en manos de los administradores, siendo el papel de las juntas generales prácticamente ignorado. Esta mutación organizacional que se observa de forma tan acentuada en los grupos de sociedades está confirmada por las teorías más recientes sobre la evolución de la estructura de la empresa moderna, descrita como una constelación de sub-unidades corporativas cuya dirección y coordinación se consigue a través de una red jerárquica de administradores dirigida por el órgano de dirección del grupo⁴.

Así, se puede decir que el grupo reemplaza el postulado de “separación de poderes” entre el órgano de socios y el órgano de administración por una especie de principio que podría ser definido como “acumulación de poderes” en torno a este último⁵. Dicho de otro modo, la estructura organizativa del grupo acaba traducándose en una suerte de “hurto” de competencias de la junta general de sus sociedades en beneficio de los órganos de administración (de la matriz y de las propias filiales), a través de los cuales se canaliza el ejercicio y acatamiento, respectivamente, de la dirección unitaria. Por ello, la perspectiva tuitiva respecto de esta categoría de sujetos abarca una doble faceta a la que por su complejidad, debido al carácter de este trabajo, pretendemos únicamente aproximarnos en su planteamiento.

A.- UNA VISIÓN COMPARADA

Los ordenamientos que han tomado en cuenta la necesidad de proteger a los socios externos han coincidido en articular medidas que responden a la idea de compensar o contrarrestar la potencialmente desventajosa situación en que quedan tales sujetos. Son todas ellas normas que ofrecen una tutela adicional a la ya ofrecida para la protección de las minorías por el derecho general de sociedades, medidas que en ningún caso anulan, sustituyen o derogan aquellas normas⁶. Así, como se ha señalado, las medidas de tutela del socio externo en el

³ Vid. nuestro trabajo *Grupos de sociedades y protección de acreedores (una perspectiva societaria)*, Cizur Menor, 2007, p. 106 y ss.

⁴ ANTUNES, *Liability of corporate groups. Autonomy and control in Parent-Subsidiary Relationships in US, German and EU Law: An International Perspective and Comparative Perspective*, Deventer-Boston, 1994, p. 103, siguiendo a CHANDLER, *The visible hand -The managerial revolution in American business*, Harvard UP, Cambridge, 1977.

⁵ También inciden en este “vaciamiento” de competencias que sufre la junta en el seno de los grupos: PAZ-ARES, en *Curso de Derecho Mercantil*, 2ª ed., (dirs.) URÍA/MENÉNDEZ, I, Madrid, 2006, p. 1480; EMBID IRUJO/GIRGADO PERANDONES, “Aproximación al significado jurídico de los órganos del grupo de sociedades...”, cit., p. 281 y ss.

⁶ EMBID IRUJO, “Cuestiones generales sobre la tutela...”, cit., p. 1223.

derecho comparado muestran una identidad sustancial en cuanto a planteamientos básicos, y ello con independencia de que el modelo de regulación de los grupos sea contractual (como ocurre en los ordenamientos alemán, portugués o brasileño) u orgánico (tal y como preveía el proyecto de IX Directiva sobre grupos o como puede representar actualmente el ordenamiento italiano)⁷.

Entre estas medidas, han sido dos de ellas objeto de especial atención en función de que el socio externo en cuestión, una vez formado el grupo, desee permanecer en la sociedad de que forma parte o bien decida abandonarla: en aquél caso tendrá derecho a percibir una compensación, calificada por la doctrina como “una retribución asignada al socio con carácter de sustitución o complemento del beneficio que deje de percibir como consecuencia de la formación del grupo”⁸; en este caso, se le reconocerá un derecho de separación de la sociedad⁹. Con aquella medida, la compensación, se pretende compensar el perjuicio patrimonial que la sociedad filial pueda llegar a sufrir en aras de esa consecución prioritaria del interés del grupo que antes apuntábamos y la potencial reducción significativa del beneficio a percibir por el socio que ha deseado permanecer en esa sociedad. No obstante, se trata de una medida de carácter exclusivamente patrimonial, por lo que queda sin atender, como bien se ha señalado, la pérdida de influencia en el proceso de formación de la voluntad social

⁷ Lógicamente, no todo son coincidencias entre ambos modelos. Como señala EMBID IRUJO, “Cuestiones generales sobre la tutela...”, cit., p. 1223 y ss, una diferencia importante por razón del modelo de regulación se refiere a la duración de las medidas de tutela. Y es que, aunque lo decisivo en cuanto a protección de los socios externos desde el punto de vista de su extensión temporal debiera ser el periodo durante el cual la dirección unitaria es ejercida, la peculiaridad del modelo contractual conlleva un relevante alteración: la duración del instrumento contractual empleado para constituir el grupo (llámese contrato de dominación o de cualquier otra manera) y no el ejercicio efectivo de la dirección unitaria es lo que determina la vigencia de esas medidas tuitivas. Sin embargo, en los sistemas basados en el modelo orgánico, tales medidas se consideran vigentes y aplicables durante la duración del ejercicio efectivo de la dirección unitaria, y por tanto, del grupo como tal (una excepción la representa el ordenamiento portugués, que entiende la protección dispensada al socio externo más allá del período de vigencia del contrato de subordinación).

⁸ EMBID IRUJO, “Cuestiones generales sobre la tutela...”, p. 1224. *In extenso vid.* EMBID IRUJO, *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios...*, cit., p. 206 y ss. Los ordenamientos alemán y portugués prevén este derecho de compensación en el §304 *AktG* y en el art. 499 del *Código das Sociedades Comerciais* (CSC).

⁹ *Vid.* EMBID IRUJO, *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios...*, cit., p. 222 y ss. En Alemania (§305 *AktG*), este derecho de separación se articulará a través de una indemnización (*Abfindung*) en títulos (acciones, obligaciones simples o convertibles, preferentemente emitidas por la sociedad dominante) o en dinero. En el CSC portugués un derecho en términos similares se recoge en el art. 499. En Italia, el *diritto di recesso* ha sido incorporado tras la reforma de 2003 del CCI a través del artículo 2497 *quater*.

que el socio externo experimenta al permanecer en la sociedad¹⁰. Por ello, la mayor parte de los ordenamientos han previsto de forma adicional un derecho de separación para esos socios, figura cuya previsión, sin embargo, ha suscitado cierta perplejidad y bastantes críticas: perplejidad por cuanto –se dice– no deja de ser paradójico que para proteger al socio se observe un mecanismo que le obligue a dejar de serlo¹¹; críticas por cuanto una medida de esas características implica el riesgo de descapitalización que se supone inherente al ejercicio del derecho de separación en las sociedades capitalistas¹².

B.- LA CONSTRUCCIÓN DOGMÁTICA REALIZADA POR LA DOCTRINA ESPAÑOLA ANTE LA AUSENCIA DE UN DERECHO POSITIVO DE GRUPOS

Nuestro ordenamiento societario, como es sabido, no observa régimen específico alguno para los grupos de sociedades¹³. Así, en nuestro derecho, la construcción de las medidas tuitivas que se vienen articulando en torno a los socios externos se deben fundamentalmente al trabajo de nuestra doctrina especializada que, interpretando las reglas de tutela de la minoría de nuestro derecho general de sociedades conforme a la nueva realidad que el grupo representa, ha aportado construcciones dogmáticas realmente interesantes que permiten predicar *de lege lata* medidas tuitivas para esta categoría de sujetos similares a las ya apuntadas en los ordenamientos comparados que sí cuentan con un derecho positivo de grupos. No obstante, debido a la específica naturaleza del grupo, es fácil imaginar que, en ocasiones, este régimen de tutela de la minoría, pensado para resolver conflictos propios de las sociedades independientes, provoque ciertas disfunciones o no resulte del todo trasladable para resolver con éxito la problemática que nos ocupa.

En este sentido, los principales esfuerzos de nuestra doctrina se han orientado a la construcción dogmática de un derecho de separación del socio externo similar al ya previsto en los ordenamientos alemán, portugués y, más reciente, italiano (§ 305 *AktG*, art. 499 *CSC*, y 2497 *quater CCI*, respectivamente).

¹⁰ Consumándose así “el proceso de acercamiento entre el papel que el socio asume en esta situación y el que desempeña habitualmente un mero obligacionista”: EMBID IRUJO, “Cuestiones generales sobre la tutela...”, cit., p. 1226.

¹¹ EMBID IRUJO “Cuestiones generales sobre la tutela...”, cit., p. 1227.

¹² Por ello se habla del “precio de formación del grupo”: INMENGA, “Der Preis der Konzernierung”, en *Wirtschaftsordnung und Staatsverfassung*, Festschrift für Franz Böhm, Tübingen, 1975, p. 253 y ss.

¹³ Justo es decir que, afortunadamente, en el ámbito de las sociedades cotizadas la sensibilidad frente a esta problemática es cada vez mayor, y prueba de ello son las recomendaciones contenidas en el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo, a las que se hará referencia más adelante.

Resultan especialmente destacables las posiciones que han fundamentado ese derecho de separación a partir de una construcción *ex analogía* con la modificación del objeto social (arts. 147 LSA y 95 LSRL), construcción ya apuntada por la doctrina italiana con anterioridad a la última reforma del CCI de 2003 en la que finalmente fue positivizado ese derecho de separación.

De forma sintética cabe apuntar que esta construcción equipara la orientación de la sociedad hacia la consecución del interés del grupo con la sustitución o modificación sustancial de su objeto social¹⁴, lo que justificaría el derecho de separación a los accionistas disidentes y a los accionistas sin voto *ex* artículo 147 LSA. Se argumenta, partiendo de una noción más amplia del objeto social que la manejada tradicionalmente por la doctrina¹⁵, que su sustitución o modificación no sólo implica el cambio de la actividad empresarial desarrollada por la sociedad (el llamado plano instrumental, en el que se ha centrado tradicionalmente la noción de objeto social), sino también la modificación del fin común que en ella se persigue (o plano teleológico), que pasará de ser el interés particular de la sociedad a la consecución del interés del grupo. Sobre la base de ese doble plano, al modificarse el fin común al que se atiende cuando una sociedad se incorpora a un grupo, se justifica *de lege lata* la existencia de una modificación del objeto social y el reconocimiento de ese derecho de separación¹⁶.

Adicionalmente, si bien quedando restringida esta construcción al ámbito de las sociedades limitadas, se ha apuntado otra vía posible para el reconocimiento de un derecho de separación del socio externo, cual es su previsión estatutaria *ex* artículo 96 LSRL (“los estatutos podrán establecer causas distintas de separación a las ya previstas en la propia Ley”), lo que requeriría no obstante el consentimiento de todos los socios y que el derecho de separación obedezca a una causa concreta que represente un cambio que se ha producido en

¹⁴ Véase PAZ-ARES, en *Curso...*, cit., 2ª ed., p. 1487, si bien, el autor limita esta construcción a los que califica, empleando una categoría del Derecho alemán, de “grupos cualificados”.

¹⁵ Puede consultarse el estudio monográfico sobre el objeto social realizado por SÁENZ y GARCÍA DE ALBIZU, *El objeto social en la sociedad anónima*, Madrid, 1990, y el interesante comentario que a su propósito hace ESTEBAN VELASCO, “El objeto social: algunas consideraciones en torno a un libro reciente”, *RDM*, 1990, p. 403 y ss. Asimismo: GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades*, t. I., Madrid, 1976, p. 204 y ss, y ESTEBAN VELASCO, “Organización y contenido del poder de representación en las sociedades de capital”, en AAVV., *La reforma del derecho de sociedades de capital*, Madrid, 1987, p. 389 y ss.

¹⁶ PAZ-ARES, en *Curso...*, cit., 2ª ed., cit., p. 1486 y 1487, quien además añade: “entretanto la separación no llega a hacerse efectiva, a los socios externos debe reconocérseles el derecho a obtener una compensación adecuada de la sociedad beneficiaria –normalmente la sociedad dominante–, para cuyo cálculo deberá tomarse en consideración el beneficio consolidado del grupo”.

la sociedad, requisito este último cuya exigencia, si bien viene siendo puesta en duda por algunos de nuestros autores¹⁷, parece claro que existe en los casos de incorporación de una sociedad a un grupo¹⁸.

Además de las propuestas de construcción de este derecho de separación, nuestra doctrina ha ido más allá en sus aportaciones al régimen tuitivo de los socios externos de las filiales y, aunque por el carácter de este trabajo no podamos detenernos en un análisis expositivo de todas ellas¹⁹, es justo apuntar que también se han estudiado las posibilidades que ofrecen nuestras leyes societarias para reconocer un derecho de compensación al socio externo²⁰ y la funcionalidad que en este contexto ofrecen otras medidas tuitivas de las minorías: tal es el caso del régimen de impugnación de los acuerdos sociales de la junta y del consejo por lesión del interés social²¹, el de responsabilidad de los

¹⁷ A favor de que los estatutos puedan prever un derecho de separación por voluntad unilateral del socio, sin obedecer a causa alguna: FAJARDO GARCÍA, *El derecho de separación del socio en la sociedad limitada*, Valencia, 1996, p. 70 y ss; LEÑA FERNÁNDEZ/RUEDA PÉREZ, *Derecho de separación y exclusión de socios en sociedades de responsabilidad limitada*, Granada, 1997, p. 47. Rechaza no obstante tal posibilidad MARTÍNEZ SANZ, *La separación del socio en la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, 1997, p. 114 y ss.

¹⁸ MARTÍNEZ MACHUCA, *La protección de los socios externos...*, pp. 305 y 308, quien además señala como aconsejable una intervención legislativa en orden a posibilidad la ampliación por vía estatutaria de las causas de separación para las sociedades anónimas (si bien, únicamente para aquellas que no cotizan en los mercados bursátiles); EMBID IRUJO, "La protección de la minoría en el grupo de sociedades", *RDM*, 1994, p. 918.

¹⁹ Sobre toda esta temática, se puede consultar como obra de referencia la del profesor EMBID IRUJO, *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios*, cit., *passim*.

²⁰ Vid. MARTÍNEZ MACHUCA, *La protección de los socios externos...*, cit., p. 309 y ss.

²¹ En los grupos de sociedades el mecanismo de la impugnación de los acuerdos sociales permite que los socios externos puedan garantizar la tutela del interés de su sociedad. Sobre la impugnación de los acuerdos de la junta general en este contexto: EMBID IRUJO, "Notas sobre la impugnación de los acuerdos sociales en la ley española de sociedades anónimas", *Not. U.E.*, 1995, núm. 121, p. 51. En cualquier caso, no debemos olvidar que la relevancia práctica de este mecanismo impugnatorio es relativa, dado el problema ya denunciado y sobre el que volveremos en esta exposición, del escaso protagonismo a nivel decisorio de la junta general en la adopción de las decisiones empresariales que afectan al grupo y del papel decisivo que en este sentido desarrolla el órgano de administración (conforme: MARTÍNEZ MACHUCA, *La protección de los socios externos...*, cit., p. 275). No obstante, incluso, la utilidad del instrumento de la impugnación, aun cuando se refiera a los acuerdos del Consejo, resulta relativa: en primer lugar, sólo se pone en manos de los accionistas externos cuando los acuerdos son adoptados por un órgano colegiado de administración (arts. 143 LSA y 70 LSRL), por lo que cuando la administración se lleva a cabo por un órgano que no tiene esa forma esta medida carece de utilidad (MARTÍNEZ MACHUCA, *La protección de los socios externos...*, cit., p. 276 y ss.); en segundo lugar, en las sociedades cotizadas, cuyo capital esté bastante disperso, será poco habitual que los socios alcancen el porcentaje de capital exigible para alcanzar el umbral de

administradores sociales²², el deber de fidelidad del socio dominante²³, el derecho de información del socio²⁴, etc.)

II.- LA NECESIDAD DE UNA PERSPECTIVA TUITIVA QUE ACOJA A LOS ACCIONISTAS EXTERNOS DE LA SOCIEDAD MATRIZ

A.- LAS CARENCIAS TUITIVAS EN LA “CABEZA” DEL GRUPO

Como ya hemos señalado, tradicionalmente el derecho de grupos se ha configurado como un régimen esencialmente protector de los intereses vinculados a las sociedades que se encuentran sometidas a una relación de dependencia respecto del sujeto que ejerce tal poder de dirección. De esta forma, las medidas tuitivas que han ido construyendo el denominado derecho de grupos han tenido siempre un ámbito de aplicación limitado en un doble sentido: (i) por un lado, quedaban excluidos los intereses vinculados a sociedades integradas en grupos por coordinación al no existir entre éstas relación de dependencia alguna; (ii) por otro lado, como consecuencia lógica de lo anterior, tales medidas excluían de su ámbito de protección todos aquellos intereses vinculados a la sociedad matriz.

Sin embargo, desde hace ya algún tiempo parte importante de la doctrina especializada viene entendiendo que la función tuitiva del derecho de grupos no podía agotarse en esa finalidad protectora tan limitada y que debía prestarse atención no sólo a lo que sucede en los niveles subordinados del grupo (las filiales dominadas), sino también a los procesos de decisión y articulación de la empresa de grupo que se llevan a cabo desde el plano de la sociedad matriz dominante²⁵.

legitimación para impugnar (5%); finalmente, para los socios externos no es fácil tener conocimiento de los acuerdos que adopta el órgano de administración de su sociedad, ya que únicamente tienen conocimiento de los acuerdos que les deben ser notificados (porque les atañen directamente) y de los acuerdos que se deben inscribir en el Registro Mercantil (mediante certificación registral o a través de la publicidad del BORME)” (*ibidem*, p. 277).

²² EMBID IRUJO, *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios*, cit., p. 250 y ss; GIRGADO PERANDONES, *La responsabilidad de la sociedad matriz y de los administradores en una empresa de grupo*, Madrid, 2002; MARTÍNEZ MACHUCA, *La protección de los socios externos....*, cit., p. 284 y ss; DE ARRIBA FERNÁNDEZ, *Derecho de grupos de sociedades*, cit., *passim*; y capítulos III y IV de nuestro trabajo *Grupos de sociedades y protección de acreedores....*, cit., en especial, p. 197 y ss, y p. 231 y ss.

²³ GIRGADO PERANDONES, *La responsabilidad de la sociedad matriz....*, cit., p. 139; DE ARRIBA FERNÁNDEZ, *Derecho de grupos de sociedades*, cit., p. 161 y ss, y p. 400 y ss; y nuestro trabajo *Grupos de sociedades y protección de acreedores....*, cit. p. 284 y ss.

²⁴ MARTÍNEZ MACHUCA, *La protección de los socios externos....*, cit., p. 181 y ss.

²⁵ Aunque los trabajos pioneros en el estudio de esta perspectiva de la problemática grupal se los debemos a la doctrina estadounidense (principalmente, al profesor Eisenberg) y, posteriormente, más en profundidad y con mayor desarrollo, a la doctrina alemana, lo cierto es

La necesidad de abordar esta nueva perspectiva tuitiva se fundamenta en dos argumentos principales muy similares a los anteriormente expuestos al apuntar esta misma problemática respecto de los accionistas externos de las filiales. Por un lado, el peligro de un potencial perjuicio patrimonial para los socios externos de la matriz se plantea también en unos términos parecidos: el conflicto de intereses que se produce a causa del ejercicio de una dirección unitaria orientada a la consecución de un interés empresarial (el interés de la “superempresa” de grupo) distinto y autónomo que representa o aglutina el interés del conjunto de las sociedades que lo forman y que se “superpone” al interés particular de cada una de las sociedades²⁶ (incluida la propia matriz) puede traducirse *también* en el sacrificio del interés individual de la matriz en beneficio del interés del grupo²⁷. Todo ello con el consiguiente menoscabo de los intereses

que los principales especialistas europeos en derecho de grupos se han hecho eco de esta preocupación. Especialmente relevante a estos efectos, es, como decimos, el trabajo de la doctrina y jurisprudencia alemana (*vid.* LUTTER, “Zur Binnenstruktur des Konzerns”, en *Festschrift für Westermann*, Karlsruhe, 1974, p. 347 y ss, “Organzuständigkeiten im Konzern”, en *Festschrift für W. Stimpel*, Berlin–New York, 1985, p. 825 y ss; GESSLER, *Einberufung und ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten*, en Lutter/Mertens/Ulmer (hrsg.), *Festschrift für W. Stimpel zum 68 Geburtstag*, 1985; HOMMELHOFF, *Die Konzernleitungspflicht*, Carl Heymanns, Köln, 1982, en especial, p. 233 y ss; SCHNEIDER, “Konzernleitung als Rechtsproblem”, *BB*, 1981, p. 249 y ss; TIMM, “Hauptversammlungskompetenzen und Aktionärsrechte in der Konzernspitze”, *AG*, 1980, p. 172 y ss). No obstante, también en Portugal, de forma monográfica: ANTUNES, *Os direitos dos sócios da sociedade-mãe na formação e direcção dos grupos societários*, Porto, 1994. En Italia, entre otros: TOMBARI, *Il gruppo di società*, Giappichelli, Torino, 1997. Entre nuestra doctrina, especial atención han dedicado MASSAGUER FUENTES, “La estructura interna de los grupos de sociedades (aspectos jurídico-societarios)”, *RDM*, 1989, p. 281 y ss, en especial, pp. 285 y 286; DE ARRIBA FERNÁNDEZ, *Derecho de grupos...*, cit., p. 178, EMBID IRUJO/GIRGADO PERANDONES, “Aproximación al significado jurídico de los órganos del grupo...”, cit., p. 320 y ss.

²⁶ Con el término “superempresa” se refería el profesor GIRÓN al grupo en *Tendencias actuales y reforma del derecho mercantil* (Estudios), Civitas, 1986, p. 202, donde ya expresó este problema de forma muy clara: “los grupos presentan los graves problemas que en el derecho de sociedades se derivan del manejo del poder unitario superempresarial de las supuestas sociedades independientes, lo que afecta a los accionistas externos que soportan la deformación del interés de la sociedad en la que están, por su sometimiento al objeto y al interés de grupo y a los acreedores de una sociedad determinada que sufra, eventualmente, en su patrimonio los efectos del ejercicio de dicho poder”. También FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Problemas jurídicos de la concentración de empresas: el poder de dirección y la responsabilidad en los grupos de sociedades (examen jurídico comparado en los países de la CEE y USA)*, Fundación Juan March, Madrid, 1972, p. 26, sitúa en este conflicto interés del grupo/interés de las sociedades que lo forman su verdadera problemática.

²⁷ En la práctica, el que la política del grupo pueda ocasionar perjuicios a la sociedad matriz, puede darse con más frecuencia de la que en un principio pudiera pensarse. Tal y como recoge DE ARRIBA FERNÁNDEZ, *Derecho de grupos...*, cit., p. 178, un ejemplo claro de esta realidad la

económicos de aquellos socios (externos) que no ostentan ningún otro interés accionarial en la otra u otras sociedades del grupo presuntamente beneficiadas.

Adicionalmente, en el caso de los accionistas externos, el perjuicio que les puede acarrear la pertenencia al grupo no deriva sólo del potencial daño patrimonial que puede resultar de ese conflicto de intereses. Como ya señalábamos, la estructura de grupo provoca alteraciones importantes en la posición jurídica de esos accionistas, ya que desde un punto de vista jurídico organizativo el funcionamiento propio del grupo modifica el sistema de distribución de competencias entre los órganos sociales que se traduce en un aumento del poder del órgano de administración y en una disminución del ámbito de influencia que corresponde al órgano de socios. Y este fenómeno también resulta trasladable, con sus propios matices, a la sociedad matriz, que ve también cómo sus socios pierden influencia en las decisiones que afectan a su patrimonio social²⁸.

Las consecuencias del mismo se observan con extraordinaria nitidez en las denominadas operaciones de “filialización” y otras muy similares que afectan de forma sustancial a los activos de la sociedad matriz. Se trata de operaciones en las que el órgano de administración de la matriz segrega determinadas ramas de actividad esenciales de su negocio bien para constituir filiales y crear un grupo con dichos activos, bien para aportar tales ramas a sociedades filiales ya existentes, todo ello a cambio de acciones o participaciones en estas últimas, convirtiéndose la sociedad matriz en la principal o única accionista de éstas. Con ellas, como se ha señalado acertadamente, se sustrae a la junta de adoptar las decisiones sobre política del capital o sobre política de dividendos (situación que se acentúa aún más cuando la matriz queda reducida a una sociedad *holding* pura²⁹), ya que: “la captación de recursos para acometer nuevos proyectos de inversión a través de las oportunas ampliaciones de capital se decidirá en las sociedades industriales operativas y, por tanto, la decisión quedará en manos de los administradores, que son los encargados de gestionar las participaciones de la sociedad matriz. Lo propio sucederá con la política de dividendos. Si el órgano de administración

ofrecieron las inversiones realizadas por los bancos españoles en Argentina, donde, como consecuencia de la crisis vivida por este país a finales del 2001, las filiales argentinas de esos bancos acumularon pérdidas cuantiosas que fueron asumidas por las matrices. Todo ello se tradujo en que los beneficios de estas matrices se redujeron drásticamente, por lo que sus socios se vieron afectados patrimonialmente.

²⁸ EMMERICH/SONNESCHEIN/HABERSACK, *Konzernrecht*, 7ª ed., Beck, Munich, 2001, p. 117 y ss, en especial, pp. 120 y 121.

²⁹ Sobre los distintos criterios de clasificación de una sociedad holding, véase NAVARRO LÉRIDA, Voz “Sociedad Holding”, en (coord. por Alonso Ledesma) *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Madrid, 2006, p. 1160 y ss.

pretende no distribuir dividendos, le bastará con reservar en la filial todos sus beneficios. De esta manera, no lucirán en el balance de la sociedad *holding* y, por tanto, no podrán ser distribuidos. Los accionistas quedan privados de su facultad de aplicar el resultado”³⁰.

Se trata por tanto de un fenómeno que no sólo afecta negativamente a la posición patrimonial de los accionistas externos de la matriz, sino que también merma su posición política. Por eso, resulta sorprendente que los legisladores europeos que han previsto un régimen jurídico *ad hoc* para los grupos de sociedades hayan “olvidado” –probablemente de forma deliberada– la problemática planteada³¹.

En cualquier caso, a pesar de no contar con referencia legislativa alguna en el ámbito europeo³², la necesidad de construir un régimen tuitivo para los accionistas externos de la matriz viene ocupando desde hace ya algunos años a la doctrina y jurisprudencia de nuestro continente (especialmente la alemana y, más recientemente, la italiana y española). Aunque los pronunciamientos judiciales en esta materia hayan sido escasos, los esfuerzos de la doctrina científica han aportado interesantes reflexiones que deseamos siquiera apuntar brevemente. Se trata de propuestas dogmáticas que van desde el reconocimiento de un derecho de separación del socio de la matriz y de un reforzamiento de su posición política, hasta la aplicación de consideraciones propias del derecho de grupos al régimen de responsabilidad de los administradores y del socio dominante de esta sociedad matriz ya no frente a las filiales y sus accionistas y acreedores (como se viene estudiando tradicionalmente) sino frente a los propios accionistas –y, en su caso, acreedores³³– de la sociedad matriz.

³⁰ PAZ-ARES, en *Curso...*, cit., 2ª ed., p. 1483.

³¹ Tal olvido, a nuestro juicio criticable, subyace quizá en la idea entre muchos instaurada –y que no compartimos– de que el interés del grupo se identifica con el de la sociedad matriz de forma inequívoca, y que, en consecuencia, los intereses a ella ligados nunca iban a estar necesitados de protección. Sobre la difícil concreción de una cláusula general como resulta ser el interés del grupo, véase nuestro trabajo *Grupos de sociedades y protección de acreedores...*, cit., p. 184 y ss.

³² Por cuanto sabemos, la perspectiva tuitiva de los accionistas en la matriz ha sido únicamente recogida por la Ley de sociedades anónimas brasileña (Ley de 15 de diciembre de 1976), que otorga a los accionistas de la sociedad dominante un derecho de indemnización (arts. 252.1 y 256.2); un derecho de suscripción preferente en los incrementos de capital con emisión de acciones en sociedades dominadas (art. 253); y un derecho de voto para aprobar la venta de un paquete esencial de participaciones sociales en sociedades dominadas (art. 256).

³³ Sobre este aspecto, véase nuestro trabajo *Grupos de sociedades y protección de acreedores...*, cit., p. 346 y ss.

B.- LA CONSTRUCCIÓN DOCTRINAL Y JURISPRUDENCIAL DE LA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS EXTERNOS DE LA MATRIZ

1.- La articulación de un derecho de separación del accionista externo de la matriz: construcciones dogmáticas

El reconocimiento de un derecho de separación a los accionistas externos de las sociedades filiales constituye, como hemos podido ver, una de las medidas tuitivas “clásicas” del derecho de grupos, reconocida ya por distintos legisladores europeos. Sin embargo, como ya señalábamos, ninguna atención se ha prestado por parte de éstos respecto de los accionistas de la matriz. Una vez más ha sido esencial en este sentido el trabajo de la doctrina científica europea, que también ha propugnado reconocer un derecho de separación a aquellos socios cuya sociedad se “convierte” en matriz *ex analogía* con la modificación del objeto social.

Los argumentos que justifican esta construcción son similares a los que se apuntaron anteriormente respecto de los socios externos de las filiales: se dice que *también* en este supuesto el paso de sociedad independiente a sociedad de grupo (matriz) conlleva una modificación de su objeto social por cuanto aunque no se produzca en sentido estricto un cambio material de la actividad prevista en los estatutos, sí se modifica la *forma de ejercicio* de ese objeto social (en este caso, indirecto)³⁴, o que –en una línea similar– la “conversión” en matriz se traduce en que la sociedad perseguirá en adelante el propio interés mediante una *modalidad organizativa* diversa, más precisamente, a través de una actividad de coordinación

³⁴ Entre nuestra doctrina, desde esta línea argumentativa, resulta especialmente destacable la posición de RODRIGUEZ ARTIGAS, “El cambio del objeto social. En particular, el derecho de separación del socio”, en AAVV, *Derecho de sociedades anónimas*, III, Madrid, 1994, p. 167, quien ya advertía al comentar el ya derogado artículo 117.4 RRM, que el ejercicio indirecto del objeto social que lleva a cabo una matriz a través de sus filiales, aunque no produjese en sentido estricto un cambio material de la actividad prevista en los estatutos, sí modificaba *la forma de ejercicio* de ese objeto (modificación también apuntada por ESTEBAN VELASCO, “El objeto social”, cit., p. 409), lo que a su juicio “puede ser equivalente a una sustitución del objeto social, puesto que la sociedad puede, en virtud de esa cláusula, convertirse en una sociedad *holding* y dejar de desarrollar directamente las actividades que integran su objeto social. Con la particularidad, además, de que el socio minoritario puede pasar a convertirse, dentro del grupo formado como consecuencia del ejercicio indirecto del objeto de su sociedad, en un accionista externo (...), aunque no se trate estrictamente de una sustitución del objeto, si no se concede a la minoría el derecho de separación como consecuencia de una modificación sustancial de las actividades sociales, es evidente que esa minoría puede quedar totalmente desprotegida”. En contra, PAZ-ARES, en *Curso...*, cit., 2ª ed., p. 1483, considera que el recurso a la modificación del objeto social que sí consideraba útil en el ámbito de las filiales para reconocer a sus accionistas externos un derechos de separación, resulta sin embargo “artificiosa” cuando se aplica a una sociedad operativa que se convierte en *holding* ya que considera, en la misma línea en que veremos se manifiesta parte importante de la doctrina italiana, que el objeto sigue siendo el mismo aunque se desarrolle de modo indirecto.

con otras sociedades según una estrategia unitaria de grupo y no más a través de una actividad operativa desarrollada de modo autónomo, exigiendo esa vinculación al interés grupal una modificación de su objeto social³⁵.

Sin embargo, esta construcción doctrinal, abanderada principalmente por autores italianos, no ha encontrado una acogida clara³⁶ (de hecho, la última modificación del CCI únicamente ha reconocido este derecho a los accionistas de las sociedades filiales³⁷).

³⁵ TOMBARI, *Il gruppo di società*, cit., p. 171 y ss, en especial, pp. 180 y 181, propone someter la noción de objeto social a una “reconsideración” a la luz de las características de la sociedad autónoma y de la sociedad de grupo; propugna que el “tipo de actividad económica” al que se limita el concepto tradicional de objeto social es únicamente válido cuando nos referimos a la sociedad autónoma, mientras que si se observa a la sociedad de grupo, esta noción no puede consistir en la mera descripción del sector económico en el que desarrolla su actividad, sino que debe especificar también la indicación de la *modalidad organizativa* a través de la cual se pretende desarrollar la actividad, es decir, si tal actividad es desarrollada de modo autónomo o dentro de una estrategia de grupo. En sentido similar, SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Giappichelli, Torino, 1996, pp. 66–67 (en especial, nota 118), entiende que “lo que cualifica al objeto social no es sólo el tipo de actividad ejercitada, sino también el *modo* (directo o indirecto) de su ejercicio”.

³⁶ Parte de la doctrina italiana, que se ha ocupado especialmente de esta problemática, ha sido muy crítica con esta construcción. Desde una concepción más tradicional de la noción de objeto social sitúan la problemática en otros términos bien distintos: defienden que la conversión de una sociedad operativa en una *holding* no comporta ni requiere modificación alguna de su objeto social en tanto el mismo no ha cambiado, sino únicamente la forma o modalidad de conseguirlo, que ha pasado de ser directa (en el supuesto de una sociedad operativa) a indirecta (en el supuesto de una sociedad *holding* pura). Se argumenta desde estos términos que únicamente estaría justificado recurrir a la modificación del objeto de aquella sociedad que deviene o se convierte en matriz (con el consiguiente reconocimiento del derecho de separación a los socios), en el caso de que las filiales a través de las cuales la *holding* va a realizar su objeto social de forma indirecta tuvieran un objeto (concebido, desde una perspectiva clásica, como tipo de actividad empresarial) distinto al que la matriz tiene fijado en sus estatutos: por todos, GALGANO, “Qual è l’oggetto della società holding?”, *Contratto e impresa*, 1986, p. 327 y ss, en especial, p. 340, y en “L’oggetto della holding è dunque, l’esercizio mediato e indiretto dell’impresa di gruppo” *Contratto e Impresa*, 1990, p. 402; En el mismo sentido, parte de la doctrina alemana: HOMMELHOFF, *Die Konzernleitungspflicht*, Carl Heymanns, Köln, 1982, p. 269 y ss.

³⁷ SPOLIDORO, “La tutela dei soci di minoranza e dei creditori della holding nella nuova disciplina delle società di capital”, en *Scritti in onore di V. Buonocore*, III, *Diritto Commerciale (Società)*, Milán, 2005, p. 3916, señala que la norma del art. 2497 *quater* está claramente circunscrita a las sociedades filiales o controladas.

Esta cuestión en el derecho español nos remite al debate sobre el artículo 117.4 RRM 1989 (suprimido tras la reforma de 1996 del RRM)³⁸, en cuyo contexto la defensa de una necesaria modificación del objeto social y de un reconocimiento de separación al accionista externo de la matriz tampoco encuentra, a nuestro parecer, un sólido respaldo. Nuestra jurisprudencia y doctrina mayoritaria considera que la modificación expresa de la cláusula del objeto social es irrelevante salvo en aquellos casos en los que el objeto de la sociedad participada no coincida con el de la participante (STS de 9 de mayo de 1986)³⁹. Se entiende que, fuera de esos supuestos, el ejercicio de la dirección unitaria sobre sociedades participadas no es más que un simple “modo” de realizar el objeto social para el que los administradores se encuentran facultados por el hecho de su nombramiento (RDGRN, de 25 de noviembre de 1991) que no justifica una modificación del mismo⁴⁰. A *sensu contrario*, si la matriz adquiere participaciones en otras sociedades (que devienen filiales) con un objeto social distinto al suyo, parece lógico pensar que en su seno debiera aprobarse una modificación (o ampliación) de su objeto social, que de ser sustancial, daría lugar al nacimiento de un derecho de separación.

No obstante, parte autorizada de nuestra doctrina desde una posición matizada considera que tras la eliminación de la cláusula específica del artículo 117.4 RRM 1989 seguirá siendo necesaria (“basta”, se dice) la cláusula genérica de adquisición de participaciones para que sea admisible por parte de los administradores la adquisición de participaciones empresariales en sociedades de idéntico o análogo objeto que el de la sociedad participante⁴¹ (sin que sea necesaria por tanto la modificación de la cláusula del objeto social)⁴². La exigencia

³⁸ El texto del precepto decía: “Si se pretendiera que las actividades integrantes del objeto social puedan ser desarrolladas por la sociedad total o parcialmente de modo indirecto, mediante la titularidad de acciones o participaciones en sociedades como objeto idéntico o análogo, se indicará así expresamente”.

³⁹ PAZ-ARES, en *Curso...*, cit., 2ª ed., pp. 1482 y 1483, señala que tras la reforma del artículo 117.4 RRM ha de entenderse que el órgano de administración está sin más facultado para fundar o adquirir sociedades filiales siempre y cuando su objeto coincida con el de la dominante (vid. *supra* nota 35).

⁴⁰ Puede verse una cita exhaustiva de esta línea jurisprudencial y doctrinal en ESTEBAN VELASCO, “La administración de la sociedad de responsabilidad limitada”, en *Tratando de la sociedad limitada*, (coord.) PAZ-ARES, Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 1997, p. 716. No obstante, en contra RODRIGUEZ ARTIGAS “El cambio del objeto social...”, cit., p. 167.

⁴¹ ESTEBAN VELASCO, “La administración de la sociedad de responsabilidad limitada”, cit., p. 714 y ss.

⁴² Si bien, “deberá admitirse la necesidad de modificar tal cláusula cuando se trate de “la adquisición de participaciones dirigidas al ejercicio de una influencia dominante en sociedades con distinto objeto social que el de la participante”: ESTEBAN VELASCO, “La administración de la

de estas cláusulas de adquisición de participaciones a que hace referencia nuestra doctrina también ha sido exigida por la doctrina alemana, que considera imprescindible la existencia de una expresa autorización estatutaria para que una sociedad pueda “convertirse” en matriz; de no contarse con ella resultaría necesaria una modificación de los estatutos por parte de la junta (y la consiguiente intervención de los socios en el proceso)⁴³. Esa autorización estatutaria la conforman las denominadas *Konzernbildungsklausel*, que permiten a los administradores constituir sociedades filiales o asumir participaciones en otras sociedades a fin de dar vida a una estructura de grupo⁴⁴.

Sin embargo, es precisamente esta última cuestión abordada, el reconocimiento de la competencia de los administradores para constituir filiales sin recurrir (salvo en los casos apuntados) a modificación alguna del objeto social, la que suscita otra de las problemáticas tuitivas que ya hemos planteado respecto de los accionistas externos de la matriz: las consecuencias negativas, tanto para su posición patrimonial como política, de las denominadas operaciones de “filialización” y otras asimiladas que son habitualmente empleadas en la formación de grupos de sociedades y que *a priori*, tal y como se deduce del planteamiento anterior, resultan competencia exclusiva del órgano de administración.

2.- El reconocimiento de un mayor ámbito decisorio al órgano de socios de la matriz respecto de operaciones que afecten vitalmente a su patrimonio y socios

Como ya hemos indicado, el funcionamiento propio de la empresa de grupo erosiona las competencias de la junta general de las sociedades que lo forman y, por tanto, disminuye el poder que en cada una de esas sociedades tienen sus accionistas. Esta problemática se manifiesta con extraordinaria claridad cuando observamos las consecuencias que para los socios externos de la matriz acarrea el fenómeno de la “filialización” llevado a cabo habitualmente a través de las

sociedad de responsabilidad limitada”, cit., p. 722. No obstante, EMBID IRUJO/GIRGADO PERANDONES, “Aproximación al significado jurídico de los órganos del grupo...”, cit., pp. 322 y 323 entienden insuficiente la cláusula estatutaria que disponga que la sociedad desarrollará sus actividades directamente o a través de filiales, “será necesario, para tal fin, un acuerdo que “legitime” la nueva estructura –de *holding*– que se pretende dar a la sociedad y al ejercicio de su actividad”.

⁴³ TIMM, *Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze: die zuständigkeitsordnung bei der konzernbildung und konzernumbildung*, Carl Heymanns, Köln, 1980, p. 88 y ss.

⁴⁴ Para TOMBARI, *Il gruppo di società*, cit., pp. 185–187 estas cláusulas deben considerarse nulas, ya que apoderan o autorizan al órgano de administración a “transformar” una sociedad autónoma en *holding*, es decir, a modificar la *modalidad organizativa* de la actividad social y por lo tanto, a su juicio, a modificar el objeto social (lo cual es competencia exclusiva de la asamblea de socios).

operaciones conocidas como “aportaciones de rama de actividad”, en las que se segrega una parte o la totalidad del patrimonio de la sociedad a cambio de participaciones sociales de las sociedades beneficiarias (filiales). En ambas operaciones “la desmembración que implica la transmisión patrimonial supone también un cambio en la estructura organizativa de la empresa igualmente trascendente y significativa ya que el recurso a estas operaciones que permiten la constitución de una sociedad de cartera *holding* pura o mixta, según se transfiera la totalidad o parte del patrimonio, o la constitución de un grupo, supone también que la hasta entonces estructura unitaria de la misma se transforma en una empresa plurisocietaria o policorporativa”⁴⁵.

Como ya apuntábamos anteriormente, la transferencia de la explotación de esos activos a las filiales desapodera a la junta general de la sociedad matriz de las decisiones que afecten a los mismos en tanto éstos, lógicamente, dejan de estar bajo la esfera de su influencia, quedando la competencia para decidir sobre ellos en manos de los administradores, que son quienes concurren a las juntas generales de las filiales en representación de la matriz⁴⁶. Y es que, como se ha señalado, “en el marco de la estructura policorporativa tales derechos se terminan perdiendo a favor del órgano de administración en relación con los sectores de la misma que se han transmitido a las sociedades filiales. Los derechos que la acción confiere a su titular aparecen sustancialmente mermados a raíz de la modificación operada en la estructura de la empresa social, ya que tales derechos sólo podrán ejercitarse, en el mejor de los casos, de forma mediata o indirecta a través del

⁴⁵ ALONSO LEDESMA, Voz “Modificación estructural”, p. 782. *In fine* EMBID IRUJO, “Principios de tratamiento de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles en el derecho español”, *CDC*, núm. 28, 1999, pp. 36– 38; EMBID IRUJO/GIRGADO PERANDONES, “Aproximación al significado jurídico de los órganos del grupo...”, cit., pp. 322 y 323.

⁴⁶ PAZ-ARES, en *Curso...*, cit., pp. 1482–1484. En sentido similar: ALONSO LEDESMA, “El papel de la Junta General en el gobierno corporativo de las sociedades de capital”, *El gobierno de las sociedades cotizadas*, (coord.) ESTEBAN VELASCO, Madrid, 1999, p. 641, incidiendo en que la problemática planteada es más grave en los casos de aportación de rama de actividad que en la escisión, ya que en éste caso, al atribuirse a los socios de la sociedad escindida las acciones o participaciones de las nuevas sociedades, éstos mantienen su facultad de intervención y control en la marcha de la actividad empresarial desarrollada por la nueva o nuevas sociedades, mientras en aquél la sociedad aportante–segregante (la matriz) es la titular de las acciones, lo que supone que los socios, inevitablemente, dejan de tener control directo sobre ese sector de la actividad empresarial que ha sido transferido a la beneficiaria, pasando a ostentarlo ahora el órgano de administración que será quien pueda ejercitar los derechos inherentes a las acciones o participaciones recibidas en contraprestación de la aportación efectuada. De acuerdo: FERNÁNDEZ TORRES, “De nuevo sobre las modificaciones estructurales y las competencias implícitas de la junta general. A propósito de las sentencias del Tribunal Supremo (Sala 1^a) de 28 de septiembre de 2006 y de 8 de febrero de 2007”, *RdS*, núm. 28, 2007, pp. 348 y 349.

control ejercido sobre el órgano de administración de la sociedad dominante que será el que los ejercite de forma directa en la sociedad dominada”⁴⁷.

Se trata esta de una problemática que, a pesar de haber pasado prácticamente inadvertida para los legisladores europeos que han regulado el fenómeno del grupo, ya venía siendo desde hace varias décadas estudiada por la jurisprudencia y doctrina especializada. Concretamente, en los años 70 del siglo XX la doctrina y jurisprudencia estadounidense (en muchas ocasiones injustamente olvidada cuando se aborda esta problemática), fue la que instauró las bases de la que allí se denominó doctrina del *pass-through*, verdadero antecedente de la que hoy se conoce en el ámbito de la Europa continental como “doctrina de las competencias implícitas (o no escritas) de la junta”⁴⁸. Hecha esta puntualización, justo es reconocer no obstante que ha sido en Europa donde esta doctrina de las competencias implícitas ha encontrado su máxima aceptación y desarrollo de mano, principalmente, de los autores y jurisprudencia alemana, cuyo referente principal ha sido el caso *Holz Müller*, considerado en Europa el *leading case* de esta doctrina⁴⁹. Con esta sentencia el Tribunal Supremo alemán abordó justamente la

⁴⁷ ALONSO LEDESMA, “El papel de la Junta General...”, cit., p. 641; MASSAGUER FUENTES, “Estructura interna de los grupos de sociedades (Aspectos jurídico- societarios)”, *RDM*, 1989, pp. 293-294.

⁴⁸ Cierto es que esta doctrina de las competencias implícitas debe su nombre a los autores alemanes y que son ellos quienes se centraron en su estudio y la han desarrollado (muy especialmente a raíz de la sentencia del Tribunal Supremo alemán sobre el caso *Holz Müller*), sin embargo, no queremos dejar de apuntar que, aunque no esté muy extendida esta idea, aquella doctrina es deudora de la jurisprudencia y doctrina científica norteamericana: véase EISENBERG, “Megasubsidiaries: The Effect of Corporate Structure on Corporate Control”, *Harv. Law Rev.*, núm. 84, 1971, p. 1577 y ss; y el caso *Aiple v. TwinCity Barge & Towing Co.* 274 Minn. 38, 143, N.W. 2d 34 (1966), donde se instauró la doctrina del *pass-through*.

⁴⁹ Brevemente, los hechos fueron los siguientes (para una exposición más detallada, *vid.*: LÖBBE, “Corporate Groups: Competences of the shareholders' meeting and minority protection – the German Federal Court of Justice's recent *Gelatine* and *Macroton* Cases Redefine the *Holz Müller* Doctrine”, en *German Law Journal*, vol. 5, núm. 9, 2004, p. 1059 y ss, y FERNÁNDEZ TORRES, en *La junta general de las sociedades de capital en liquidación*, Madrid, 2006, p. 491 y ss (en especial, nota 1011), y en “La reactivación de la Junta General en el código unificado de gobierno corporativo: aproximación a las competencias implícitas”, (documento e-print oai:www.ucm.es:6356), 11/2007, p. 15 y ss: la sociedad J.F. Müller & Sohn AG, tenía inicialmente como objeto social el comercio de madera. En 1972, la Junta decidió ampliar su objeto social para que la sociedad pudiese adicionalmente establecer o adquirir otras empresas, así como cederles su negocio entera o parcialmente. El propósito de dicha modificación era segregar una parte del negocio integrado por las actividades desarrolladas en el puerto de Hamburgo que se había ido desarrollado como una división autónoma. En el momento en que ocurrieron los hechos, la cifra de negocio de la actividad portuaria ascendía al 80% de los activos de la compañía. Tras la modificación estatutaria, la dirección transfirió el negocio portuario a la filial constituida al efecto y participada al 100% por la J.F. Müller & Sohn AG (que devino matriz. En

problemática expuesta: proteger la posición jurídica de los accionistas frente a la degradación del valor de sus acciones cuando ésta viene causada por la asunción de decisiones del órgano de administración de la matriz en el ejercicio de la dirección unitaria del grupo. Para ello propugnó el necesario reconocimiento, en detrimento de los administradores sociales, de la competencia del órgano de socios para adoptar operaciones que, como las aquí comentadas, podían afectar claramente al interés de su sociedad.

No obstante, la doctrina predicada por el caso *Holz Müller*, que fue objeto de numerosas críticas (centradas fundamentalmente en la ambigüedad y amplitud de los supuestos que su pronunciamiento permitía sustraer de la competencia del órgano de administración y someter a la voluntad del órgano de socios)⁵⁰, se ha

esta decisión no intervino la Junta General. Un accionista minoritario de la matriz exigió la nulidad del acuerdo por entender que debía someterse a su aprobación por la junta dado que, como ocurría en el caso de autos, se descapitalizaba a la matriz con el efecto de aumentar el capital de la filial en la que los accionistas minoritarios de la matriz quedaban totalmente excluidos (el demandante poseía un 7'8% de las acciones de la sociedad matriz). El BGH no estimó la demanda por entender que los motivos alegados no tenía suficiente base jurídica, sin embargo, y eso es lo realmente relevante de la sentencia referida, la Sala sostuvo que la sociedad matriz debía obtener la aprobación de su junta general en operaciones, como la referida, que supusiesen un elevado incremento del capital de las filiales y que, a esos efectos, debía exigirse el mismo quórum que se exigía para la aprobación de esa misma operación en la propia sociedad filial (LÖBBE, "Corporate Groups: Competences of the shareholders' meeting and minority protection ...", cit., pp. 1060 y 1061). El BGH reconoció que una operación de ese calibre afectaba al centro neurálgico de la actividad empresarial y, además, modificaba de manera sustancial la estructura de la empresa. La medida adoptada por el órgano de administración de formar un grupo societario, entendió la sentencia, iba más allá de la esfera de la gestión empresarial aún cuando en este ámbito deban entenderse incluidas las operaciones relativas al establecimiento y adquisición de subsidiarias y su ampliación de capital. Más concretamente, el tribunal exigió que el órgano de administración (concretamente, la Dirección o *Vorstand*) podía ser obligado a convocar una junta general de socios si la cuestión a decidir tenía un impacto importante en los derechos políticos y económicos de esos socios. La Sala mencionó además, en su sentencia, que otras operaciones como la indicada podían quedar subsumidas en esa misma exigencia por lo vital o trascendente que podían resultar para la sociedad matriz y los intereses políticos y económicos de sus accionistas: acuerdos entre empresas, la entrada de terceros en el accionariado (por ejemplo, en el curso de un aumento de capital), la transferencia o enajenación de los activos de la filial, y la liquidación de la filial.

⁵⁰ La mayor parte de esas críticas no iban dirigidas a la fundamentación básica de la sentencia, sino a la inseguridad jurídica que abría lo poco preciso del pronunciamiento judicial, no sólo por el número de operaciones y actividades estratégicas que se plantean en la vida ordinaria de una sociedad y que, en consecuencia, precisarían de una junta extraordinaria con las cargas y costes que ello conlleva, sino sobre todo porque la sentencia reconocía a cada accionista el derecho de impugnación cada vez que se omitiera un acuerdo que requería ser sometido a la junta general. Tras esas críticas, la doctrina científica alemana intentó ofrecer un enfoque constructivo y elaborar o identificar, partiendo de esta sentencia, una clasificación de medidas respecto de las

visto redefinida recientemente por dos sentencias igualmente trascendentes que en cierto modo han “relanzado” o puesto de actualidad la problemática que nos ocupa. Nos referimos a los denominados casos *Gelatine*⁵¹, que vienen a aportar esa claridad y delimitación tan reclamada por la doctrina alemana desde el controvertido caso *Holzmüller*. Los fundamentos jurídicos de ambas sentencias descansan en la idea de que los límites a la actuación del órgano de dirección se encuentran, efectivamente, en aquellas actuaciones que puedan afectar a los derechos e intereses económicos de los accionistas, lo que exigiría una modificación de los estatutos e implicaría a la junta de socios en la adopción de la decisión. No obstante, esta implicación de la junta (que al igual que ocurre en España, no se encuentra amparada expresamente por la Ley alemana) en las actividades propias de gestión que son competencia del órgano de dirección debe observarse, a juicio del Tribunal, desde una óptica más restrictiva, que exigirá la concurrencia de determinados requisitos cualitativos y cuantitativos: (i) la operación tiene que afectar al núcleo de la actividad empresarial, (ii) producir un fuerte impacto en los derechos de los accionistas de la matriz y (iii) alcanzar unas dimensiones cercanas al 80% del valor de la sociedad.

En nuestro país, aun cuando como señalábamos anteriormente, tras la reforma del artículo 117.4 RRM se consideraba pacíficamente que el órgano de administración gozaba de competencia suficiente para llevar a cabo la adopción y ejecución de este tipo de operaciones, la habitualidad y trascendencia del fenómeno –para los activos de la matriz y la posición jurídica y patrimonial de sus socios– ha llevado a nuestra doctrina a reflexionar y replantearse esta cuestión en unos términos similares. Así, se viene apuntando críticamente que estas operaciones son mucho más que una simple reordenación del patrimonio empresarial y afectan a la posición jurídica de los socios de la propia matriz de forma igual o incluso más acusada de la que puede producirse en caso de escisión, por lo que debería reconocerse a la junta general de la matriz el derecho a decidir sobre tal segregación o aportación de activos esenciales⁵². Consideran algunos de

cuales existiría una competencia no escrita de la junta, clasificación que se fue restringiendo con el tiempo y que establecía unos umbrales cuantitativos y cualitativos de necesario cumplimiento para reconocer que existía una competencia implícita de la junta (sobre tales umbrales se formularon muy diversas propuestas: véase FERNÁNDEZ TORRES, “La reactivación de la Junta General en el código unificado de gobierno corporativo: aproximación a las competencias implícitas”, (documento e–print oai:www.ucm.es:6356), 11/2007, p. 18, nota 22).

⁵¹ Véase con más detalle descripción de los mismos en LÖBBE, “Corporate Groups: Competences of the shareholders' meeting and minority protection...”, cit. p. 1071 y ss, y FERNÁNDEZ TORRES, “La reactivación de la Junta General en el código unificado de gobierno corporativo...”, cit., p. 19 (en especial, notas 25 y 26).

⁵² Así lo señala ALONSO LEDESMA, “El papel de la junta general en el gobierno corporativo”, cit., pp. 640, 641, y en .

nuestros autores que una operación de tales características constituye una “reorganización empresarial” y lleva a situaciones “perfectamente análogas a aquellas en que la Ley exige el consentimiento de los socios para su realización” (refiriéndose a las denominadas *modificaciones estructurales* de la sociedad)⁵³. Por

⁵³ ALONSO LEDESMA, “El papel de la junta general en el gobierno corporativo”, cit., p. 642, señala críticamente que “resulta paradójico, en efecto, que para otras operaciones que tienen una menor significación desde el punto de vista de los intereses afectados de los socios, como puede ser la absorción de una pequeña sociedad íntegramente participada, se requiere el acuerdo de la junta general, mientras que la aportación a otra sociedad ya existente o de nueva creación de una importante rama de actividad de la empresa o su transmisión pueda ser decidido por el órgano de administración”. Es más, cuando a través de la realización de estas operaciones se crea un grupo del que la sociedad “segregante” o “aportante” (de la/s ramas de actividad) va a convertirse en matriz –e incluso, añaden nuestros autores especializados– aun cuando tal “transformación” en sociedad matriz se lleve a cabo sin segregación alguna de activos, se estará en cualquier caso ante una *modificación estructural* y, por tanto, una decisión de tal magnitud debe ser adoptada con el correspondiente consentimiento de los socios: EMBID IRUJO/GIRGADO PERANDONES, “Aproximación al significado...”, cit., p. 322; de acuerdo, ALONSO LEDESMA, Voz “Modificaciones estructurales”, cit., pp. 782 y 783. En Italia, conforme: ABADESSA, “Gli organi di gestione nella società per azioni: riflessioni critiche”, en (dirs.) Abadessa/Rojo, *Il diritto delle società per azioni: problema, esperienze, progetti*, Milán, 1993, pp. 288 a 290. No obstante, entre nuestra doctrina también encontramos alguna voz disonante: CERDÁ ALBERO, “Segregación de la sociedad anónima y de la sociedad de responsabilidad limitada. A propósito de las RRDGRN de 10 de junio de 1994 y 4 de octubre de 1994, así como del UmwG alemán de 28 de octubre de 1994”, *RDM*, 1994, pp. 958 y 959. Por su parte CONDE TEJÓN, *La cesión global de activo y pasivo como operación de modificación estructural*, Madrid, 2004, pp. 60–69 y 197 y ss, entiende que la segregación (por no tener reconocido el efecto de la transmisión patrimonial por sucesión universal), a diferencia de la cesión global de activo y pasivo (p. 205 y ss), no puede considerarse dentro de la categoría de las modificaciones estructurales (pp. 69, 204), y por lo tanto, ello “provoca que a la misma no se le pueda aplicar analógicamente el régimen de alguna operación de modificación estructural, a pesar de las similitudes que presenta esta operación con la escisión parcial (...)” (p. 204). No obstante, el autor reconoce que “a pesar de ello, gran parte de la doctrina incluye la segregación entre las operaciones de modificación estructural, al dejarse llevar por el carácter de esta operación en otros Estados y por el hecho de que existan motivos más que suficientes que justifiquen que a esta operación se le reconozca dicha naturaleza. De momento esta actuación es incorrecta, pues la segregación, al no tener reconocido el efecto de sucesión universal, no es una modificación estructural, aunque en un futuro el legislador español debería reconocerle ese carácter” (p. 69). En contra con esta postura, ALONSO LEDESMA, “Algunas consideraciones en torno a la sucesión universal como rasgo caracterizador de la segregación frente a la aportación de rama de actividad” en *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, V, Madrid, 2002, p. 4962 “la diferencia de reconocimiento de la necesaria tipicidad jurídico–mercantil de la operación para que se produzcan los efectos de la sucesión universal no constituye obstáculo para una eventual aplicación analógica de algunos aspectos del régimen previsto para la escisión parcial a determinadas operaciones como la aportación de rama o ramas de actividades...fundamentalmente los que se refieren a la competencia orgánica para decidir la operación”.

ello, “el silencio o inadvertencia del legislador ha de suplirse, de conformidad con los procedimientos analógicos establecidos en el Código Civil (art. 4.1), recurriendo a esta normativa y observando, en particular, las garantías de convocatoria, publicidad y *quórum*s establecidos para el supuesto similar de la fusión (v. arts. 103 y 240 LSA)”⁵⁴.

De esta forma, podemos concluir señalando que el reconocimiento de la competencia del órgano de socios para decidir sobre estas operaciones, a diferencia de lo que ocurría en torno a la construcción del derecho de separación del socio *ex* analogía con la modificación del objeto social, parece recabar un mayor consenso. Prueba de ello es que en el ámbito de las sociedades cotizadas esta doctrina ha recibido el respaldo del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG), que incorpora en su Recomendación tercera que: “aunque no lo exijan de forma expresa las leyes mercantiles, se sometan a la aprobación de la junta general de accionistas las operaciones que entrañen una modificación estructural de la sociedad y, en particular, ...: (a) la transformación de sociedades cotizadas en compañías holding, mediante “filialización” o incorporación a entidades dependientes de actividades esenciales desarrolladas hasta ese momento por la propia sociedad, incluso aunque ésta mantenga el pleno dominio de aquéllas”⁵⁵.

3.- La protección frente al perjuicio patrimonial sufrido por la matriz en el ejercicio de la dirección unitaria

Ciertamente, el reconocimiento de un sector cada vez más importante de la doctrina y el refrendo por parte del CUBG para las sociedades cotizadas de un poder de decisión del órgano de socios de una matriz durante el proceso mismo de “conversión” de esta sociedad (antes independiente) en cabeza de un grupo o, incluso, una vez constituida, el reconocimiento a sus socios del poder de intervenir cuando sus administradores pretendan transferir algunos de sus activos esenciales a distintas sociedades filiales del grupo, restaura en cierta medida la pérdida del poder político que estos sufren al quedar incorporada su sociedad a un grupo.

⁵⁴ PAZ-ARES, en *Curso...*, cit., 2ª ed., pp. 1483 y 1484.

⁵⁵ Vid. Grupo especial de trabajo sobre Buen Gobierno, *Informe y Código Unificado de Buen Gobierno de 19 de mayo de 2006*, y MATEU DE ROS, *El Código Unificado de Gobierno Corporativo*, Navarra, 2006, p. 150. Más extensamente, *vid.* RODRIGUEZ ARTIGAS, “Junta general y derechos del socio en las recomendaciones del Código Unificado a las sociedades cotizadas”, en AAVV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal*, en *Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, tomo II, Marcial Pons, Madrid, 2007, p. 1089 y ss, donde hace un juicio positivo, con carácter general, de esta Recomendación, si bien, advierte, que “la atribución de la competencia sobre estas operaciones a la junta general no debería haber sido objeto de la Recomendación de un Código de Buen Gobierno, sino que, (...) hubiera sido más correcto dirigir una solicitud al Gobierno para que esta materia se regulase por Ley y se regulase para todas las sociedades” (p. 1101).

Sin embargo, reconocer un mayor poder político a los socios de una matriz no impide que, a la postre, los socios que permanezcan en esa sociedad –y no hayan hecho uso del muy controvertido derecho de separación– puedan ver igualmente vulnerados sus intereses patrimoniales por el perjuicio que pueda sufrir la matriz en beneficio del interés del grupo. Esto ocurre cuando la dirección unitaria no se ha llevado a cabo dentro de los márgenes de legitimidad que, a nuestro juicio, para su ejercicio y la consecución del interés del grupo permite *de lege lata* nuestro ordenamiento⁵⁶. En estos casos, cuando el daño se ha ocasionado de forma efectiva, ya no resultan operativas las medidas anteriormente explicadas, sino que tendrán que entrar en juego otras de carácter indemnizatorio, destinadas a restaurar el patrimonio dañado de la sociedad matriz (y de sus accionistas).

En este contexto, cuya problemática resulta en este trabajo aproximativo imposible de abordar, baste apuntar que vuelven a manifestarse como útiles para esos accionistas de la matriz los instrumentos tuitivos también apuntados con anterioridad en relación con los accionistas de las filiales: principalmente, la impugnación de los acuerdos sociales de la junta y del Consejo que vulneren el interés propio de su sociedad y, de forma mucho más contundente, el ejercicio de acciones de responsabilidad frente a los administradores sociales y, en su caso, frente al accionista dominante de su sociedad.

III.- ALGUNAS REFLEXIONES FINALES SOBRE LA PROBLEMÁTICA PLANTEADA EN LOS GRUPOS DE SOCIEDADES COTIZADAS

No podemos dejar de señalar que algunos de los problemas que se han planteado en este trabajo son susceptibles de matizaciones cuando vienen referidos a sociedades que cotizan en bolsa. En este contexto, la protección del accionista externo se ha visto sensiblemente reforzada por la normativa del mercado de valores. Especialmente remarcable a esos efectos es el régimen de transparencia informativa que impuso en nuestro ordenamiento la Ley de Transparencia y los avances en el reforzamiento de los derechos de los accionistas que a través del llamado *soft law* (Códigos de buen gobierno) se han incorporado al derecho español de sociedades cotizadas. Merecen destacarse especialmente dos Recomendaciones contenidas en el último de estos Códigos, el CUBG de 2006, dirigidas ambas específicamente a regular algunos de los aspectos esenciales de la problemática de los grupos y a la protección de los intereses vinculados a las sociedades que los componen:

A través de la Recomendación segunda se aborda la que a nuestro juicio resulta ser la problemática central del fenómeno grupal: los conflictos de intereses

⁵⁶ Véase nuestro trabajo: *Grupos de sociedades y protección de acreedores...*, cit., p. 140 y ss.

que se producen en su seno y que, en no pocas ocasiones, suponen la ejecución de operaciones vinculadas entre sus miembros que se traducen, en aras del beneficio del conjunto, en una desventaja patrimonial para alguna de las sociedades que lo componen (y consiguientemente para sus socios). Los redactores del Código, conscientes de la problemática que subyace en estas operaciones vinculadas, han exigido a las sociedades cotizadas adoptar medidas de transparencia informativa respecto a la realidad de las mismas (concretamente se exige que cuando una matriz y una dependiente coticen, ambas deben definir con precisión las respectivas áreas de actividad y eventuales relaciones de negocio entre ellas, previendo además los mecanismos que ambas han observado para resolver los eventuales conflictos de interés que puedan presentarse). Ello permitirá, caso de traducirse su ejecución en un perjuicio efectivo para una determinada categoría de sujetos con interés en una de las sociedades del grupo (accionistas o acreedores), contar con una información adecuada a la hora de plantear las acciones de responsabilidad que puedan proceder para la restauración de ese perjuicio.

Adicionalmente, en su Recomendación tercera, el Código ha acogido la doctrina de las competencias implícitas de la junta a la que antes ya nos hemos referido, propugnando que sea el órgano de socios y no el de administración quien decida sobre la ejecución o no de esas operaciones societarias que, aun no reconocidas por nuestra Ley como modificaciones estructurales, vienen a producir efectos análogos.

También otro instrumento tuitivo de los accionistas externos, como es el reclamado derecho de separación (relativizado por alguno de nuestros autores en el ámbito de las sociedades cotizadas)⁵⁷, merece algunas consideraciones

⁵⁷ Algunos autores han relativizado enormemente el mecanismo protector que representa para los accionistas externos este derecho de separación cuando nos estamos refiriendo a sociedades cotizadas, por considerarse que en éstas el accionista que experimente perjuicios patrimoniales puede enajenar sus acciones sin problema: MARTÍNEZ MACHUCA, *La protección de los socios externos...*, p. 306 ss, en especial, p. 311. De forma distinta, y desde una posición más matizada, EMBID IRUJO, *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios*, cit., pp. 148 y 149, advierte que la finalidad de protección del socio minoritario a la que se orienta el reconocimiento del derecho de separación se percibe no solamente en las sociedades “cerradas”, sino también en las sociedades “abiertas”, y ello aún cuando en éstas “existe la posibilidad de enajenar las acciones en un mercado –la Bolsa– cuyas características de transparencia, concentración y liquidez son garantía de la obtención de un precio adecuado por la venta de las mismas. No obstante, la mera oferta de venta de acciones, cuando integran un “paquete” considerable, puede producir una baja en la cotización de las acciones. En este caso, el contravalor dinerario percibido por el socio no se corresponderá con el verdadero valor de su participación en la sociedad. No parece inconveniente, por tanto, reconocer limitadamente el derecho de separación del socio dentro del ámbito de las llamadas sociedades abiertas”. *Vid.* esta idea también en PAZ–ARES, “Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna

particulares en este contexto. Y es que, la última reforma de la LMV (art. 60 *quater*) ha incorporado un nuevo mecanismo que ha positivizado no sólo un derecho de separación para los accionistas minoritarios de las sociedades filiales cotizadas, sino un *deber* de separarse de la sociedad ante la concurrencia de determinadas circunstancias⁵⁸. Nos referimos a la separación “forzosa” del accionista minoritario en los casos de OPA’s lanzadas por la totalidad del capital: siempre que el accionista mayoritario haya alcanzado el 90% de los derechos de voto, podrá obligar al minoritario a venderle sus acciones y viceversa. Se reconoce así tanto la llamada venta o retirada forzosa (“squeeze-out”) como la compra forzosa (“sell-out”). Ahora bien, como acertadamente se ha señalado, no debemos olvidar que estas medidas sólo atienden a la protección de los accionistas minoritarios de las sociedades “opadas”, esto es, las que devienen filiales dominadas en el grupo⁵⁹.

sociedad anónima (teoría crítica de M.A. Eisenberg)”, *RDM*, 1977, p. 589. Como es sabido, el reconocimiento de un derecho de separación al socio externo de una cotizada le garantizaría un valor de reembolso equivalente al precio de cotización del último trimestre (cfr. art. 147.2 LSA).

⁵⁸ SÁNCHEZ CALERO, “Líneas generales del nuevo régimen sobre las OPAS”, *RDBB*, 2007, p. 9 ss, pp. 30 y 31.

⁵⁹ SÁNCHEZ CALERO, “Líneas generales...”, cit., p. 31, señala que en efecto, “la afiliación de una sociedad va a resultar más costosa, pero además más justa, porque se protege a los accionistas minoritarios”.