



**Universidad**  
Zaragoza

## Trabajo Fin de Grado

Los requisitos materiales para la válida exclusión del  
derecho de suscripción preferente

Acerca del interés social y del precio de las acciones de  
nueva emisión

Autor

Francisco González González

Directora

Rita Largo Gil

Facultad de Derecho

2018

# ÍNDICE

<b>ABREVIATURAS</b>	<b>2</b>
<b>I. INTRODUCCIÓN</b>	<b>3</b>
1. CUESTIÓN TRATADA	3
2. RAZONAMIENTO DE LA ELECCIÓN	4
3. METODOLOGÍA	5
<b>II. MARCO LEGAL DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE</b>	<b>7</b>
1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LA NORMA EN ESPAÑA. UNA REFERENCIA A DERECHO COMPARADO Y DERECHO COMUNITARIO.	7
2. LA EXCLUSIÓN DEL DERECHO Y SUS PRESUPUESTOS OBJETIVOS	12
2.1 La exclusión y sus requisitos legales	12
2.2 La concurrencia de intereses	14
<b>III. LOS REQUISITOS MATERIALES PARA LA VÁLIDA EXCLUSIÓN DEL DERECHO</b>	<b>17</b>
1. EL INTERÉS DE LA SOCIEDAD	17
1.1 Concepto	17
1.2 Relación entre el interés de la sociedad y la exclusión del derecho de suscripción preferente	23
1.3 El informe de los administradores y el papel de la Junta General	27
A) <i>El informe de los administradores</i>	27
B) <i>El papel de la Junta General</i>	28
1.4 Justificaciones para la exclusión en la actualidad	31
2. EL PRECIO DE LAS ACCIONES DE NUEVA EMISIÓN	35
2.1 El valor razonable en contabilidad	35
2.2 El valor razonable en la exclusión del derecho de suscripción preferente	37
2.3 El precio de emisión en las sociedades cotizadas	40
2.4 El informe del experto independiente	42
A) <i>¿Experto independiente o auditor?</i>	42
B) <i>El papel del informe del experto independiente</i>	44
<b>IV. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES</b>	<b>46</b>
<b>V. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS</b>	<b>48</b>
1. BIBLIOGRAFÍA	48
2. JURISPRUDENCIA	49

## **ABREVIATURAS**

<b>FJ</b>	Fundamento Jurídico
<b>FROB</b>	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
<b>art.</b>	Artículo
<b>CNMV</b>	Comisión Nacional del Mercado de Valores
<b>ICAC</b>	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
<b>LAC</b>	Ley de Auditoría de Cuentas
<b>LSA 1951</b>	Ley de 17 de julio de 1951, sobre régimen jurídico de las Sociedades Anónimas
<b>LSA 1989</b>	RDL 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas
<b>LSC</b>	Ley de Sociedades de Capital
<b>LSRL 1953</b>	Ley de 17 de julio de 1953, sobre Régimen Jurídico de las Sociedades de Responsabilidad Limitada
<b>LSRL 1995</b>	Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada
<b>NIIF</b>	Normas Internacionales de Información Financiera
<b>p. , pp.</b>	página, páginas
<b>PGC</b>	Plan General de Contabilidad
<b>Rec.</b>	Recurso nº
<b>SAN</b>	Sentencia de la Audiencia Nacional
<b>SAP</b>	Sentencia de la Audiencia Provincial
<b>ss.</b>	siguientes
<b>STJUE</b>	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
<b>STS</b>	Sentencia del Tribunal Supremo

## **I. INTRODUCCIÓN**

### **1. CUESTIÓN TRATADA EN EL TRABAJO**

Dentro de los derechos mínimos que la ley reconoce al socio encontramos el relativo a la suscripción preferente y el de asunción preferente, mismo concepto pero referido en el primer caso a la emisión de nuevas acciones, y en el segundo caso a la creación de participaciones sociales, según hablemos de Sociedad Anónima o de Sociedad de Responsabilidad Limitada. El artículo 93 de la vigente LSC los fija como derechos básicos y mínimos de todo socio, equiparados al derecho de asistencia y voto en la junta general o al derecho de información; sin embargo, el mismo artículo da pie a la excepción: «en los términos establecidos en esta ley, y salvo los casos en ella previstos, el socio tendrá, como mínimos, los siguientes derechos [...]».

Como resulta del precepto legal, el carácter esencial del derecho de suscripción o asunción preferente no impide que el mismo pueda ser objeto de renuncia, de forma expresa mediante manifestación en la propia junta o con posterioridad a la misma, o de forma tácita dejando transcurrir el plazo previsto para el ejercicio del derecho de suscripción o asunción preferente sin hacer manifestación alguna sobre la intención. Junto a la posible renuncia, la ley permite también a la junta general la exclusión, total o parcial, del derecho. En última instancia, la ley también plantea situaciones en las que el derecho de suscripción o asunción preferente es inexistente, por lo que su ejercicio no podrá darse.

El objeto de este trabajo es, precisamente, la excepción más compleja de las antedichas: la exclusión del derecho de suscripción preferente. Compleja porque requiere de una serie de requisitos formales y materiales que vinculan a diferentes agentes, que en ocasiones pueden ver mermados sus derechos y dar lugar, por tanto, a la confrontación de intereses. Pero nos centraremos en los dos requisitos básicos para que la exclusión del derecho sea válido: que exista una justificación basada en el interés social y que el precio de las acciones de nueva emisión sea igual al valor razonable de las acciones ya existentes.

La exclusión del derecho está regulada en el art. 308 LSC, y se expresa que «1. En los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la junta general, al decidir el aumento del capital, podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente».

La realidad nos muestra que, en ocasiones, los intereses de los socios con los de la directiva de la empresa pueden llegar a confrontarse, llegando en ocasiones a los tribunales, que han decidido mediar en el asunto y fijando criterios vinculantes.

El siguiente requisito se encuentra en el art. 308.2.c), y exige que el precio de las acciones que se van a emitir sea igual al valor razonable de las antiguas. La inclusión del concepto de «valor razonable» es relativamente reciente, y tendremos que estudiar cuál ha sido su trascendencia en la regulación.

El art. 505 LSC recoge el régimen especial de exclusión del derecho de suscripción preferente para el caso de las sociedades cotizadas, que si bien no afecta al primero de los presupuestos, esto es, a la exigencia de un interés social, sí afecta al requisito del precio de emisión, de lo que me haré cargo.

## 2. RAZÓN DE ELECCIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DE SU INTERÉS

Como se podrá ver más adelante, son numerosísimas las sociedades que deciden excluir el derecho de suscripción preferente en sus ampliaciones de capital. Las razones de ello son múltiples y, probablemente, no trasciendan más allá del Consejo de Administración.

Ante los abusos de esta excepción legal a la entrada de nuevos socios a la sociedad, la CNMV ha actuado, como han hecho los tribunales, y ha elaborado el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015), dejando por escrito que al socio hay que protegerlo<sup>1</sup>.

La razón de elección de este tema surge precisamente de las mismas inquietudes que llevaron a la CNMV a publicar su Código en 2015: el interés de la sociedad no siempre puede estar por encima del interés de los socios, que asumieron riesgos al inicio de la inversión. Y, en caso de que haya necesidad de "desproteger" al socio antiguo, es primordial exigir una serie de requisitos previos que eviten los abusos, no sólo de la mayoría, sino del Consejo de Administración.

Se justifica mi interés en el asunto en tanto mi futuro profesional va a estar siempre relacionado con el Derecho de sociedades; la sociedad como organización de empresas grandes o pequeñas y muchos socios pueden quedar expuestos a abusos.

---

<sup>1</sup> «Los administradores deben realizar un uso limitado de la facultad delegada de emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente y facilitar adecuada información a los accionistas sobre dicha utilización» *Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas*, CNMV, 2015.

Hay intereses que pueden quedar contrapuestos y es preciso articular una defensa adecuada, lo que lleva a cabo el legislador, pero el casuismo requiere de la intervención del intérprete.

### 3. METODOLOGÍA

Partiendo de la base técnica y académica proporcionada por el Grado, las diferentes experiencias en diferentes despachos de abogados españoles han logrado que vea que la realidad no siempre es tan clara como a la Ley le gustaría que fuera.

La observación de la realidad societaria a la que he tenido acceso, tanto desde el punto de vista de los administradores como desde el punto de vista de los socios, será una herramienta que me acompañará a lo largo del trabajo. Las inquietudes de ambas partes, la necesidad de encontrar soluciones a problemas no siempre recogidos en las leyes (...) son un punto de realidad que los libros no logran aportar.

La observación de la realidad tendrá una influencia notable, ya que he podido acceder a numerosos informes de administradores de ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, y podré exponerlos y comprender cómo, actualmente, se está comprendiendo el concepto de interés social y las razones que llevan a los administradores a querer excluir el derecho de suscripción preferente.

Sin embargo, como jurista, mi obligación de estudiar las leyes y, en su caso, mejorarlas, también está presente en esta obra, mediante el análisis de la vigente LSC y las ya derogadas Ley de Sociedades Anónimas (tanto la de 1951 como la de 1989) y Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (tanto la de 1953 como la de 1995).

Un estudio detallado del art. 308 LSC permitirá que entendamos las particularidades de la exclusión del derecho de suscripción preferente, pero la legislación nacional debe complementarse con un estudio de la normativa comunitaria, tanto por las Directivas como por las sentencias del TJUE que afectan a la regulación.

La doctrina surgida de la aplicación de las leyes, tanto jurisprudencial como doctoral, aportando un criterio crítico respecto del derecho positivo y adaptándose a la realidad fáctica, estará presente, en las obras técnicas que sirven de base a esta obra y en los diferentes artículos escritos bajo presupuestos muy concretos. La doctrina más reciente acerca de la exclusión del derecho de suscripción preferente data de 2014, por lo que tendremos que

aportar un nuevo enfoque a la luz de la entrada en vigor de la Ley de Auditoría de Cuentas de 2015, que tendrá una cierta repercusión.

Tenemos también presente la realidad económica, en sus aspectos contables, en tanto la influencia sobre el precio de las acciones de nueva emisión resulta innegable, así como las novedades introducidas por la Ley de Auditoría de Cuentas y el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

En definitiva, aplicaremos una metodología plural: partiendo del artículo 308 LSC exponemos las diferentes teorías doctrinales acerca del interés social, recurrimos a la realidad económica para entender qué significa valor razonable y, con datos contrastados, trataremos de hacer una nueva aportación a la regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente.

## II. MARCO LEGAL DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

### 1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LA NORMA EN ESPAÑA. UNA REFERENCIA AL DERECHO COMPARADO Y AL DERECHO COMUNITARIO.

El primer acercamiento a este derecho podemos tomarlo de la doctrina<sup>2</sup>: «Pocas palabras son necesarias para exponer el significado del derecho de los socios de una sociedad anónima a suscribir con preferencia a terceros las nuevas acciones que se emitan o pongan en circulación con ocasión de una ampliación de capital de la sociedad. Mediante ese derecho, que los socios pueden ejercer o no según su voluntad, tienen la oportunidad de mantener su porción relativa de interés en el conjunto de la sociedad tanto por lo que se refiere a la vertiente económica como a la político-administrativa». Si bien el autor se centra en las sociedades cotizadas, debemos dejar claro desde el principio que el derecho de suscripción preferente y el derecho de asunción preferente únicamente difieren en el objeto al que hacen referencia (acciones y participaciones, respectivamente), desplegando los mismos efectos en ambos casos. «Digamos ya desde ahora que el derecho no tiene como finalidad impedir que entren en la sociedad nuevos socios»<sup>3</sup>, sino proteger a los ya existentes de la posible dilución de valor que las antiguas acciones sufren debido precisamente a ese aumento de capital.

Este derecho tiene orígenes diversos en diferentes partes del mundo: mientras en Estados Unidos tiene origen jurisprudencial, como defensa ante los abusos de los administradores<sup>4</sup>, en Europa<sup>5</sup>, previo incluso a su reconocimiento en el derecho positivo, surge estatutariamente el derecho de algunos privilegiados a suscribir acciones en caso de ampliación de capital. En el caso europeo, el derecho estatutario se reservaba a unos pocos, bien fuesen los fundadores o los administradores, pero en extrañas circunstancias a terceros ajenos.

---

<sup>2</sup> DE LA CUESTA RUTE, J.M., *De nuevo sobre el derecho de suscripción preferente de acciones en las sociedades cotizadas*, Madrid, 11 de octubre de 2010. Disponible en [http://eprints.ucm.es/12140/1/LIBRO\\_AEMEC.pdf](http://eprints.ucm.es/12140/1/LIBRO_AEMEC.pdf) (Consultado el 30 de marzo de 2018)

<sup>3</sup> DE LA CUESTA RUTE, J.M., *De nuevo...*, cit., p.1.

<sup>4</sup> VENTORUZZO, M., *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis*, 12 Rich J. Global & Bus. 517, 2013.

<sup>5</sup> VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho de suscripción preferente y su exclusión en las sociedades cotizadas*, La Ley, Madrid, 2010.



En Europa, el primer texto normativo que recoge el derecho de suscripción preferente es la Companies Act (1862), de Reino Unido<sup>6</sup>, en expresa relación con las ampliaciones de capital; en España tendríamos que esperar hasta 1951, con la Ley de Sociedades Anónimas.

La LSA de 1951, en sus artículos 39 y 92 no se limita a reconocer el derecho de suscripción preferente del ya accionista, sino que introduce en el ordenamiento jurídico la irrenunciabilidad de ese derecho que tiene el accionista por el mero hecho de haber suscrito acciones antes de una ampliación de capital, si bien este carácter no gozaba de un apoyo doctrinal claro<sup>7</sup>. Sin embargo, la redacción que entonces se le dio al artículo 39<sup>8</sup> nos recuerda mucho al artículo 93 de la vigente Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC), aunque aquella ley de 1951 no hacía referencia a posibles excepciones a la norma, cosa que sí hace la LSA 1989 y la actual LSC. Resulta como mínimo paradójico que dos años más tarde, en 1953, cuando se promulgó la Ley de 17 de julio de 1953 sobre régimen jurídico de las Sociedades de Responsabilidad Limitada, su artículo 18 sí incluyera una excepción al derecho de asunción preferente, en concreto, la cláusula estatutaria que dispusiera la exclusión de dicho derecho.

Ya en plena transición democrática se aprueba el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante, LSA 1989); además de ser la última ley exclusiva para las sociedades anónimas (si tenemos en cuenta las sucesivas modificaciones que sufrió hasta 2009), recogía de manera más acertada la regulación del derecho de suscripción permanente en su artículo 158 y, más importante, dedicaba un precepto a la exclusión del mismo, como gran novedad respecto de la LSA de 1951, en el artículo 159 (exclusión del derecho de suscripción preferente).

Esta norma, en el artículo 48.2.b, repite literalmente las palabras del artículo 39 LSA 1951, aunque incorpora una nueva premisa que consistía (actualmente se ha modificado) en

---

<sup>6</sup> Companies Act, 1862, United Kingdom, artículos 26 y ss. Un resumen de la historia normativa del derecho de suscripción preferente en Europa y España puede encontrarse en LARGO GIL, R., «Exclusión del derecho de suscripción preferente» en *Derecho de Sociedades Anónimas, Tomo III, Vol. I.*, Ed. Civitas, 1994, pp. 608-619.

<sup>7</sup> Así, GARRIGUES, J. y URÍA R., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Tomo I, Inst. Est. Políticos Madrid, 1952, pág. 405, se pronuncian a favor del carácter irrenunciable del derecho de suscripción preferente, como también SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Ed. Civitas, 1990. En contra de esa postura se pronunció, por todos, GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952, págs. 490-491.

<sup>8</sup> Art. 39 de la Ley de 17 de julio de 1951 sobre el Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas:

«—La acción confiere a su titular legítimo la condición de socio y le atribuyen, como mínimo, los siguientes derechos: 1) El de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación. 2) El derecho preferente de suscripción en la emisión de nuevas acciones. [...]».

contemplar el derecho de suscripción preferente como derecho mínimo del accionista y del obligacionista respecto de las emisiones de acciones y obligaciones.

Es justo que hagamos una breve mención a las obligaciones convertibles en tanto fueron objeto principal del Asunto C-338/06, Comisión de las Comunidades Europeas contra el Reino de España, que resolvió el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en una sentencia de diciembre de 2008 que sentó las bases de la actual LSC.

Pero antes que la LSC, tuvo que ser la Ley 3/2009, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles<sup>9</sup>, la encargada de reflejar en el ordenamiento jurídico español el veredicto comunitario. Como se expresa en el Punto IV de la Exposición de Motivos de la Ley 3/2009: «[...] Al mismo tiempo, el legislador español ha considerado oportuno introducir alguna norma de la Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, como el principio de igualdad de trato, hasta ahora considerado un principio implícito, y adecuar la redacción de otras normas directamente relacionadas con las que debían ser objeto de incorporación y ha aprovechado la oportunidad, en fin, para adecuar el régimen del derecho de suscripción preferente y de las obligaciones convertibles al pronunciamiento de la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Primera), de 18 de diciembre de 2008».

Comparando la norma actual con la precedente, podemos afirmar sin lugar a dudas que esta sentencia es uno de los pilares sobre los que se apoya el actual régimen del derecho de suscripción preferente.

El problema que suscitó el debate que resolvió el TJUE fue que la normativa española no hacía distinción entre accionistas y obligacionistas a la hora de suscribir preferentemente acciones. Según el Tribunal, que aplicaba la Directiva 77/91/CEE, incumplía las obligaciones impuestas por el art. 29, apartados 1 y 6, de dicha Directiva, todo Estado miembro que otorgase un derecho de suscripción preferente sobre acciones, en el supuesto de un aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias, no únicamente a los accionistas sino también a los titulares de obligaciones convertibles en acciones; a juicio del Tribunal (criterio compartido por la doctrina<sup>10</sup>), el artículo 29, en sus apartados 1 y 6, de la Directiva 77/91, recogía que la oferta de nuevas acciones u obligaciones convertibles no se dirigía simultáneamente a los accionistas y a los obligacionistas, sino que se dirigía con preferencia a

---

<sup>9</sup> BOE núm. 82, de 4 de abril de 2009, pp. 31928 a 31964.

<sup>10</sup> GARCÍA COLLANTES, J.M., «Ante el derecho de suscripción preferente: ¿accionistas vs. obligacionistas?» en *El Notario del S. XXI*, núm. 23, enero-febrero 2009.

los accionistas<sup>11</sup>. La consecuencia de esta interpretación es que el derecho de suscripción preferente es, por decirlo de alguna manera, preferentísimo, en tanto se concede única y exclusivamente a los accionistas y, en segunda instancia, a los obligacionistas.

La doctrina ha interpretado esta sentencia y sus fundamentos, declarando que «no se pone en cuestión la posible existencia de un derecho de suscripción preferente a favor de los obligacionistas, sino que lo que se condena es la igualdad que entre accionistas y obligacionistas establece la normativa española frente a la comunitaria de tal manera que, como señala la sentencia, "sólo en la medida en la que éstos (los accionistas) no ejerzan su derecho preferente, se pueden ofrecer esas acciones y obligaciones a otros adquirentes entre los que figuran en particular los titulares de obligaciones convertibles»<sup>12</sup>.

Tras las modificaciones de 1998 y 2002 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989, la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en la sentencia que acabamos de citar, desveló que los esfuerzos legislativos sobre la normativa societaria en general, y sobre el derecho de suscripción preferente en particular, no estaban logrando el efecto de seguridad jurídica que debería pretender toda norma. Así, en 2009 el legislador aprobó la última norma que modificaría la LSA 1989: la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Esta ley, que actualmente sigue vigente (modificada varias veces, la última en 2014), ya ha sido nombrada, en tanto tiene como uno de sus objetivos principales adaptar la normativa española a la legislación europea; y lo logra gracias a su Disposición Final Primera, que modifica el artículo 158.1 de la LSA 1989, imponiendo el criterio del tribunal europeo y desechando para siempre la igualdad entre accionistas y obligacionistas ante la suscripción de nuevas acciones.

Finalmente, el 2 de julio de 2010, se aprueba el Real Decreto Legislativo 1/2010, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, vigente actualmente tras más de 15 actualizaciones. Ésta es la ley sobre la que vamos a centrar el estudio sobre el interés social que hace válida la exclusión del derecho de suscripción preferente.

---

<sup>11</sup> STJUE de 18 de diciembre de 2008, Asunto C-388/07, Comisión de las Comunidades Europeas contra el Reino de España, apartados 39, 40 y 46. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:62006CJ0338&from=ES>

<sup>12</sup> GARCÍA COLLANTES, J.M., «Ante el derecho...», *cit.* p. 9.

Como hemos dicho en la introducción, el artículo 308 de la LSC va a ser la base de nuestro trabajo y, en concreto, su primer apartado, donde dice: «En los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la junta general, al decidir el aumento del capital, podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente».

En resumen, el derecho de suscripción preferente tiene una finalidad protectora de los socios frente al riesgo de entrada de nuevos socios que reduzca el porcentaje de participación y decisión en la sociedad de los antiguos socios. La protección que brinda es tanto económica como política<sup>13</sup>. Desde el punto de vista económico, toda emisión de acciones nuevas de una sociedad con beneficios acumulados o con perspectiva positiva de obtenerlos supondrá una reducción del valor real unitario de las antiguas acciones, por lo las acciones del antiguo socio perderán valor y, sin el derecho de suscripción preferente, quedaría desprotegido ante este evento<sup>14</sup>. Desde el punto de vista político, las acciones representan porcentajes de participación en el capital de la empresa con derecho a voto; existen los llamados **derechos de minoría cualificada**, dispersos a lo largo de la LSC, que permiten a los socios con un porcentaje concreto de acciones incoar acciones ante el órgano social correspondiente. En los aumentos de capital, ese porcentaje de participación puede disminuir, perjudicando los derechos políticos de los antiguos socios.

Entre los derechos de minoría cualificada encontramos, por ejemplo, la posibilidad de que el socio con una participación igual o mayor del 5% solicite la convocatoria de junta general (art. 168 LSC), la improcedencia de entregar información solicitada por accionistas que representen un mínimo del 25% del capital social (art. 197.4 LSC). Pero también es cierto que los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones pueden afectar también a las mayorías necesarias para alcanzar acuerdos en junta (art. 198 y ss. LSC).

El derecho de suscripción preferente evita los desequilibrios entre los derechos adquiridos con la suscripción de acciones antigua y la emisión de nuevas acciones. Como también sabemos, este derecho es transmisible a terceros o a la propia empresa (art. 306.2 LSC), de forma que el socio, aun en detrimento de sus derechos políticos, mitigue en parte su perjuicio económico.

---

<sup>13</sup> VIVES RUIZ, F., y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho... op. cit.*

<sup>14</sup> JENSEN, M.C., y WARNER, J.B., «The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors», en *Journal of Financial Economics*, 20, Harvard University Press, 2000.

## 2. LA EXCLUSIÓN DEL DERECHO Y SUS PRESUPUESTOS OBJETIVOS

### 2.1. La exclusión y sus requisitos legales

La protección que otorga el derecho antes expuesto puede desaparecer en determinados supuestos y bajo determinados requisitos. Tal como ha quedado dicho, el derecho de suscripción preferente puede, excepcionalmente, ser objeto de supresión total o parcial. Este reconocimiento del derecho de suscripción preferente como un derecho de naturaleza derogable surge con la trasposición de la Segunda Directiva<sup>15</sup> en materia de sociedades de capital, antes citada.

En su artículo 29 ya menciona el derecho de suscripción preferente (en los mismos términos que la actual LSC, es decir, «en todo aumento del capital suscrito por aportaciones dinerarias»); en su apartado cuatro se resumen los presupuestos de la exclusión, que serán traspuestos íntegramente por la legislación española: «el derecho de suscripción preferente podrá ser limitado por decisión de la junta general. El órgano de dirección o de administración deberá presentar a esta junta un informe escrito que indique las razones de limitar o de suprimir el derecho preferente y que justifique el precio de emisión propuesto».

Este precepto no fue modificado por la Directiva 2012/30/UE, de 25 de octubre de 2012, ni por la que deroga a esta última, la Directiva (UE) 2017/1132, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades.

Tres son las características de la exclusión del derecho según la normativa europea: (1) sólo puede ser decidido por la junta general; (2) debe existir un informe escrito que indique las razones para aplicar la exclusión; (3) debe justificarse el precio de emisión. La regulación del derecho contenida en las Directivas mencionadas es una norma de mínimos<sup>16</sup>, siendo así que

---

<sup>15</sup> Segunda Directiva del Consejo 71/99/CEE, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, 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. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:31977L0091&from=ES> vigente hasta el 3 de diciembre de 2012, y derogada por la Directiva 2012/30/UE, de 25 de octubre de 2012, a su vez derogada por la Directiva (UE) 2017/1132, de 14 de junio de 2017.

<sup>16</sup> Este carácter de mínimos se asienta con la STJCE de 19 de noviembre de 1996, en el asunto C-42/95, Siemens AG contra Henry Nold, que resuelve una petición de decisión prejudicial planteada por el Bundergerichtshof, sobre si la normativa nacional alemana podría ampliar la protección establecida en el art. 29.1 y 29.4 de la Segunda Directiva 71/99/CEE, de 13 de diciembre de 1976. De igual manera se pronuncia la STJCE de 18 de diciembre de 2008, Asunto C-388/06, del que ya hemos hablado en el apartado II.a. Citando expresamente: «En efecto, si bien el derecho preferente de suscripción reconocido en favor de los accionistas no admite más excepción que la prevista en el artículo 29, apartado 4, de la Segunda Directiva, no es menos cierto

estos tres requisitos fueron traspuestos al ordenamiento español con un estilo más protector del socio. Así, en la actual LSC, la razón para aplicar la exclusión únicamente puede ser el interés social, y el precio de emisión debe ser, forzosamente, el valor razonable de las acciones existentes.

Como hemos dicho, tres fueron los requisitos que sentó la Directiva 71/99/CEE, uno procedimental y dos materiales: el procedimiento de aprobación en junta, la exigencia de motivos y justificación del precio, respectivamente. La normativa española ha sido más protectora con el socio, reforzando los dos requisitos materiales de la manera que hemos dicho antes, convirtiendo aquellos requisitos materiales en otros dos: «que el interés de la sociedad así lo exija» y el precio de emisión igual al valor razonable de las acciones antiguas. Estos requisitos se encuentran en el pilar fundamental de todo este trabajo: el art. 308 LSC, que regula la llamada «exclusión pactada o acordada del derecho» o «exclusión voluntaria», para distinguirla de la exclusión *ex lege* que establece el art. 304.2 LSC, denominada también «inexistencia» del derecho de suscripción preferente.

El artículo 308 LSC determina ciertos requisitos procedimentales o formales:

- a) Constancia en la convocatoria de la junta general de accionistas de la propuesta de exclusión del derecho de preferencia, el precio de emisión de las nuevas acciones y el derecho de los socios a examinar el informe de los administradores obligado por la ley y el del auditor de cuentas nombrado por el Registro Mercantil (obligatorio en el caso de las sociedades anónimas) en el propio domicilio social.
- b) Elaboración de un informe para su puesta a disposición de los accionistas, donde deberá especificarse el valor de las acciones de la sociedad (valor razonable, al que se deberán emitir las nuevas acciones), y se justifiquen detalladamente la propuesta y la contraprestación a satisfacer por las nuevas acciones, con indicación de las personas a las que éstas habrán de atribuirse.
- c) Puesta a disposición del accionariado el informe elaborado por un auditor distinto del auditor de cuentas de la sociedad, nombrado por el Registro Mercantil, sobre el valor de las acciones de la sociedad. Además del valor razonable de las acciones, se concretará el valor teórico del derecho que se pretende suprimir o limitar.

---

que esta Directiva establece unas exigencias mínimas en materia de protección de los accionistas y de los acreedores de las sociedades anónimas, ya que deja a los Estados miembros la libertad de adoptar disposiciones que les sean más favorables, mediante, en particular, condiciones más restrictivas para la supresión de dicho derecho preferente».

Estas tres circunstancias pueden considerarse encadenadas en tanto se suceden en el tiempo; no necesariamente en el orden que hemos establecido en este trabajo, pero normalmente se darán una detrás de otra.

Los requisitos materiales son dos: que exista un interés social en excluir el derecho y que, además, el precio de las acciones de nueva emisión se corresponda con el valor real de las acciones antiguas; este valor, además, deberá constar en el informe del experto independiente.

Así, deben darse todos los requisitos para poder excluir válidamente el derecho de suscripción preferente. Pero, si bien los requisitos procedimentales se ven sujetos perfectamente por la LSC<sup>17</sup>, los requisitos materiales han sido objeto de mayor debate, principalmente por la concurrencia de intereses.

## 2.2. La concurrencia de intereses

Ya hemos indicado que uno de los problemas de las sociedades es la divergencia de intereses entre los administradores y los socios. A este respecto, podríamos hacer referencia a dos tipos de sociedades: las abiertas y las cerradas<sup>18</sup>. Las primeras hacen referencia a aquellas sociedades en las que existe separación entre el control de la sociedad y la propiedad de la misma; es el tipo habitual de las grandes empresas o sociedades anónimas, donde el control del capital se desmarca casi totalmente de la propiedad del capital y, por tanto, los desencuentros entre socios y administradores pueden ser más habituales. Las segundas, las sociedades cerradas, son aquellas en las que tal separación no existe radicalmente, de manera que los propietarios del capital (los socios) participan en mayor o menor medida de la gestión y control de dicho capital.

El derecho de suscripción preferente protege la posición del socio dentro de la sociedad frente a los efectos perjudiciales que un aumento de capital puede ocasionar; estos perjuicios pueden ser económicos o políticos. En las sociedades abiertas los derechos políticos son mínimos, debido a que no existe apenas un poder de control del capital<sup>19</sup>, y los derechos

---

<sup>17</sup> No solamente por aplicación del art. 308.2.a y 308.2.b., sino por la redacción en conjunto de la LSC, ya que resultan de aplicación a la exclusión voluntaria del derecho de suscripción preferente los artículos 194 y 201 LSC, e incluso el 343 (operación acordeón).

<sup>18</sup> ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente*, Ed. Civitas, Madrid, 1995, pp.71 - 84

<sup>19</sup> LARGO GIL apunta otra característica, comparando las sociedades cotizadas con las sociedades cerradas: «El régimen de la exclusión del derecho de suscripción preferente debe ser más riguroso en la segunda [sociedades

económicos son fundamentales para satisfacer al socio que, por tanto, será lo que más quiera proteger; en las sociedades cerradas, habitualmente, la gestión y la propiedad están más cercanas, por lo que los derechos políticos cobran importancia, y el socio estará interesado también en la protección de éstos.

Si bien este análisis parece correcto, es preciso aclarar que, si existe el derecho de suscripción preferente, es especialmente para proteger los derechos políticos de los socios, puesto que los derechos económicos podrían saldarse sin mayor problema exigiendo la emisión con prima<sup>20</sup>. Estos derechos políticos son los que atribuyen un poder de decisión en función del porcentaje de propiedad del capital social, y resultan de difícil protección sin este derecho de suscripción preferente. Y es precisamente en el marco de los derechos políticos donde surgen los conflictos de interés.

La exclusión acordada o pactada hace aflorar el conflicto entre dos frentes, denominados de diferente manera en función de la sociedad: en la sociedad abierta, el conflicto existe entre los administradores y los socios; en la sociedad cerrada, el conflicto aparece entre la mayoría y la minoría. Esto es así por la importancia que se da al porcentaje de participación en el capital social, que en la sociedad abierta es mínimo mientras en la sociedad cerrada es máximo.

En otras palabras «puede afirmarse que la protección del interés del antiguo accionista considerado individualmente en mantener, en todo caso, el peso administrativo de sus acciones, choca con el interés de la sociedad en desarrollar una determinada política empresarial, incluyendo políticas de obtención de nuevos medios económicos»<sup>21</sup>.

Así, la figura de la exclusión pactada es la de canalizar los supuestos en los que el interés de la sociedad prevalece sobre el del socio; entre otros motivos, uno que se ha dado frecuentemente en los tiempos de la crisis, es el de dar entrada a nuevos socios cuya

---

cerradas], dado que en la primera [sociedades cotizadas], el antiguo accionista tiene la posibilidad de acudir al mercado y adquirir nuevas acciones para conservar su posición después del aumento de capital», en LARGO GIL, R., «La exclusión del derecho de suscripción del accionista. (Situación después de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores)» en *Revista de Derecho de Sociedades*, nº14, 2000, pp. 125-126.

<sup>20</sup> La doctrina (ALFARO ÁGUILA-REAL, J. y SÁNCHEZ ANDRÉS, A.) lo denomina «efecto de aguamiento o dilución», y hace referencia al hecho que se da cuando, al aumentar el capital con una emisión de acciones cuyo valor no se corresponde con el valor real de las antiguas acciones, el patrimonio de la sociedad no aumenta en la misma proporción que el capital, por lo que el valor real de cada acción (antiguas y nuevas) disminuye después de la ampliación. Si se exige una prima de emisión que haga aumentar el precio de las nuevas acciones, este efecto queda mitigado, protegiendo los derechos económicos de los socios.

<sup>21</sup> ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social... cit.* p.77.



participación en la gestión empresarial puede ser beneficiosa para la sociedad. Otros motivos que se han dado en los últimos años tienen que ver con que la sociedad pueda reaccionar de forma ágil y eficaz ante las necesidades de los mercados<sup>22</sup>, la utilización eficiente de la ampliación de capital mediante la rápida selección del origen de los recursos<sup>23</sup> o el abaratamiento relativo de los costes asociados a la operación<sup>24</sup>. Más adelante veremos más adecuadamente lo que se entiende actualmente por interés social.

---

<sup>22</sup> Informe del Consejo de Administración de ACS, de 26 de marzo de 2014.

<sup>23</sup> Informe del Consejo de Administración de Imaginarium S.A., de 13 de junio de 2014.

<sup>24</sup> Informe del Consejo de Administración de ACCIONA, de 7 de abril de 2016.

### III - LOS REQUISITOS MATERIALES PARA LA VÁLIDA EXCLUSIÓN DEL DERECHO

Como sabemos, la Segunda Directiva de la que ya hemos hablado expuso unos requisitos mínimos para asegurar la protección del socio ante las ampliaciones de capital; y también sabemos que el legislador español quiso ser más protector con el socio, siendo más exigente en esos requisitos<sup>25</sup>.

Son dos los requisitos materiales para la válida supresión del derecho de suscripción preferente: el interés social y que el precio de las nuevas acciones coincida con el valor razonable de las antiguas.

#### 1. EL INTERÉS DE LA SOCIEDAD EN LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL

##### 1.1 Concepto e interpretación

El interés social juega un papel fundamental, no sólo en el articulado referente al derecho de suscripción preferente, sino a lo largo de toda la LSC. Y, sin embargo, no parece haber una opinión unánime acerca de qué comprende el concepto "interés social".

Es preciso aclarar que vamos a estudiar la delimitación del concepto limitándonos a la LSC, ya que es la ley actualmente en vigor y, por encima de ello, las antiguas LSA 1989 y LSRL 1995 no fueron claras acerca de la importancia de este requisito; de hecho, la LSRL 1995 omitía cualquier referencia al interés social, que sustituía por un concreto «informe justificativo» de la exclusión. Los debates que surgieron a raíz de esta omisión no son objeto de nuestro trabajo, pero sí dieron lugar a numerosos comentarios<sup>26</sup>, que probablemente

---

<sup>25</sup> Como afirma también HERNÁNDEZ SAINZ, E. cuando dice que «nuestra normativa no sólo respeta el nivel de protección mínimo de los antiguos accionistas exigido por la Segunda Directiva en los supuestos de exclusión del derecho de suscripción preferente, sino que lo refuerza al requerir el art. 159.1.b LSA 1989 la elaboración, además del informe de los administradores, de un segundo informe elaborado por un auditor de cuentas nombrado por el Registrador mercantil. [...] Además, la Segunda Directiva sólo exige que se justifique el valor de emisión en el informe de los administradores, pero no exige que dicho valor coincida con el valor real o razonable de las acciones. Nuestro ordenamiento es más riguroso, puesto que el art. 159.1.c LSA 1989 exige que el valor nominal de las acciones más la prima de emisión se corresponda con el valor razonable de las acciones que resulte del informe elaborado por los auditores de cuentas» en «La penúltima reforma del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas. La adecuación del derecho español a la STJCE de 18 de Diciembre de 2008 y otras modificaciones», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n°117, 2010, pp.74-77.

<sup>26</sup> En concreto, la exigencia de un interés social se encontraba en la norma, pero en los debates parlamentarios finalmente se eliminó. La enmienda n°392 (del Grupo Popular), en concreto, logró eliminar la exigencia debido a que «el interés social no puede ser distinto del interés mayoritario de los socios», y fue criticada por ROJO FERNÁNDEZ, A. J., en «El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada», *Estudios de*

acabaron generando en el legislador la necesidad de incluir el requisito, como finalmente se hizo en la Ley de Sociedades de Capital de 2010, ahora en vigor. No sólo se entendió la necesidad de exigir una justificación social para la exclusión, sino que se planteó como obligatoria para sociedades limitadas y anónimas, debido principalmente a las circunstancias ya vistas: en las sociedades cerradas debían protegerse con cuidado los derechos políticos que otorgaban las participaciones (las sociedades limitadas son más cerradas que las anónimas) y, por ello, no se encontraba lógica a ser exigentes con las sociedades anónimas y no con las limitadas (como sucedía con las previas LSA 1989 y LSRL1995, que sí hacían distinción)<sup>27</sup>. Como detalle, debemos comentar que el único interés por el que vela el ordenamiento español es el de la sociedad, al contrario que nuestros compañeros portugueses, que sí contemplan una protección especial para la minoría social<sup>28</sup>.

Algunos autores<sup>29</sup> sí han establecido que el interés social debería variar en función de la sociedad objetivo, de si ésta era abierta o cerrada, pero con la nueva norma de 2010 este debate ha pasado a mejor vida, imponiéndose unos parámetros igualitarios para todos los socios, independientemente de la denominación de la sociedad a la que pertenezcan.

---

*Derecho Mercantil, Homenaje al Profesor Justino Duque Domínguez*, Tomo I, Valladolid, 1998, p.586; también critica la enmienda BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., expresando que «el interés de los socios minoritarios funciona como un límite inmanente a la posible equiparación del interés de la mayoría con el de la sociedad», en «Modificación del capital social: aumento de capital» en *La sociedad de responsabilidad limitada*, Bercovitz (coord.), Ed. Aranzadi, 1998, p.484.

<sup>27</sup> A la misma conclusión llega GARCÍA GREWE, C., que dice: «Especialmente en atención al carácter cerrado y a los principales rasgos caracterizadores de las sociedades limitadas, resultaba difícil de justificar un régimen legal más laxo que en las sociedades anónimas» en *El derecho de suscripción preferente*, Ed. Aranzadi, 2014, p.89.

<sup>28</sup> El Código das Sociedades Comerciais tutela de forma explícita los intereses de los socios minoritarios, en el artículo 58.1.b): «São anuláveis as deliberações que: [...] b) Sejam apropriadas para satisfazer o propósito de um dos sócios de conseguir, através do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou simplesmente de prejudicar aquela ou estes, a menos que se prove que as deliberações teriam sido tomadas mesmo sem os votos abusivos», cuya traducción más aproximada sería: *son anulables los acuerdos que permitan satisfacer el propósito de uno de los socios de lograr, a través del ejercicio del derecho de voto, ventajas especiales para sí o para terceros, en perjuicio de la sociedad o de otros socios, o simplemente de perjudicar a aquélla o a éstos, a menos que se demuestre que los acuerdos habrían sido aprobados incluso sin los votos abusivos*.

<sup>29</sup> ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social...* cit. p.89-94, donde expone claramente los tres argumentos por los que aboga por «una interpretación muy laxa del requisito del artículo 159.1º LSA 1989 en el caso de sociedades abiertas». Como ya hemos comentado, la base de su argumentación consiste en la diferenciación entre sociedades cerradas y abiertas, aludiendo a que en estas últimas los accionistas, que no tienen un poder administrativo totalmente diluido, no tienen incentivos para controlar la conducta de los administradores. En igual sentido se pronuncia LARGO GIL, R., «La exclusión...» cit. pp. 137-138, cuando dice que «el interés social es un concepto jurídico indeterminado y no puede ser dotado de contenido en abstracto [...]. Hay que proceder de manera particularizada».

El primer estudio jurisprudencial sobre el concepto de interés social se da en la STS de 19 de febrero de 1991 (Ponente: Magistrado Excmo. Sr. D. Gumersindo Burgos Pérez de Andrade), que claramente expone dos teorías opuestas: la teoría institucionalista y la teoría contractualista. La primera considera a la sociedad anónima (para algunos, la sociedad más abierta) como una *institución-corporación* que persigue o concibe un interés social diferente del que persiguen o conciben los socios que forman la corporación; la segunda considera que el interés social es el interés de la sociedad, entendido éste como la suma de los intereses particulares de los socios, de forma que el daño producido en el interés común del reparto de beneficios, por infringir los intereses de algunos socios, supone una lesión al interés social.

Estas dos doctrinas fueron expuestas y confrontadas en primer lugar por el *Common Law*<sup>30</sup>, y han concebido diferentes conceptos para el interés social, que debemos mencionar aquí.

Para los institucionalistas, el interés social se entiende de forma amplia, de modo que incluye la defensa y protección de los *stakeholders* (entendidos en sentido amplio, desde los trabajadores a los proveedores e incluso a la sociedad en general) y no sólo la producción de beneficios empresariales destinados a la distribución accionarial<sup>31</sup>. También se ha interpretado como el interés que tiende a permitir la supervivencia y mantenimiento de la empresa y al que deben confluir los intereses de los diferentes sujetos que se relacionan con la misma<sup>32</sup>. Una vez ya con la LSC, el concepto se definió como un interés social superior a los intereses particulares de los involucrados con la empresa: un interés propio de la sociedad, distinto y superior al interés de los accionistas, que pueden llegar a ver disminuidos sus derechos individuales en beneficio de las necesidades de la sociedad<sup>33</sup>. Como vemos, todos los posibles conceptos coinciden en que el interés de los accionistas no es el único que influye en la determinación del interés social.

---

<sup>30</sup> BERLE, A., «For whom are corporate managers trustees», en *Harvard Law Review*, nº45, 1931-1932, pp. 1365 y ss. En la misma revista, MERRICK DODD, E., «For whom are Corporate Managers Trustees?», en *Harvard Law Review*, nº45, 1931-1932, pp. 1145 y ss. Ambas obras suponen las bases de los diferentes discursos del llamado *Debate Berle-Dodd*.

<sup>31</sup> SERRANO CAÑAS, J., *El conflicto de intereses en la administración de sociedades mercantiles*, Publicaciones del Real Colegio de España, 2008, Bolonia (Italia).

<sup>32</sup> SENENT VIDAL, M.J., «El concepto de interés social en la cooperativa», en *Revista de Derecho Mercantil*, nº244, Ed. Aranzadi, 2003, pp. 705-724. Criterio matizado por la doctrina al decir «el interés social viene a identificarse con el interés propio de la persona jurídica, esto es, una suerte de interés autónomo de la empresa en el que se conciliarían y sintetizarían los intereses no siempre convergentes de los distintos sujetos que intervienen o participan en la empresa», en VIVES RUIZ, F., y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho... op. cit.*

<sup>33</sup> SANDOVAL LÓPEZ, R., *Derecho Comercial, Tomo I, V. II*, Ed. Editorial Jurídica de Chile, 2010.

En resumen: para los institucionalistas, el interés social es el interés de la sociedad, superior y, quizás, distinto al de las personas que la forman. Esta concepción tiene todo el sentido dentro de la teoría, en tanto conciben a la sociedad como una entidad propia, con sus propios objetivos y necesidades. En tanto la empresa es una *corporación* autónoma de sus socios, sus intereses también serán autónomos.

Por otro lado, los contractualistas entienden la sociedad como la suma de voluntades de los socios, recogidas en un contrato<sup>34</sup> que trae causa en la obtención de un lucro de los accionistas a través de la concreta realización de una actividad empresarial; así pues, el interés social no puede ser distinto del interés del conjunto de los socios, que son los que con su voluntad e inversión originaron la existencia de la sociedad. GARCÍA GREWE, C., como representante de la corriente contractualista<sup>35</sup>, entiende dos puntos de vista de entender el interés social desde su postura: el interés social que podríamos llamar *inmediato*, y el interés social *individual*. El primero hace referencia a la explotación más adecuada y eficiente de la empresa; el segundo hace referencia a la defensa de los intereses particulares de cada socio para obtener el lucro personal más ventajoso. Estas dos caras de la misma moneda son, por un lado, objetivos plenamente compatibles entre sí, si no interconectados, y por otro lado, intereses comunes a todos los socios, por lo que la Administración de la empresa deberá velar por ambas facciones, ya que será la manera más acertada de cumplir con el interés de la sociedad (desde la perspectiva contractualista).

Según esta perspectiva, un concepto que encontraríamos válido para interés social sería: la relación entre la necesidad de los socios de obtener un lucro de su inversión y el medio considerado como idóneo para satisfacer esa necesidad. Este concepto se ha visto recogido con mayor o menor acierto en las normativas societarias de España y, en concreto, en los

---

<sup>34</sup> ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades anónimas*, Ed. McGraw Hill, Madrid, 1995, pp.19-34. Argumenta al pie de la página 21 que los contractualistas entienden que el concepto de interés social hace referencia al interés común de todos los socios, valorado desde la causa o finalidad última del contrato de sociedad, excluyéndose por tanto la existencia de un interés social superior y distinto al de aquéllos (como defienden los institucionalistas). Una reinterpretación de su argumentario se encuentra en GARCÍA GREWE, C. *El derecho...* cit. p. 94, cuando brevemente alega que «la sociedad, en cuanto creación jurídica, fruto de un contrato entre los socios, no puede perseguir intereses diferentes de aquellos que originaron la celebración del contrato».

<sup>35</sup> GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* cit. p. 97, dice expresamente que «no es posible compartir esta tendencia a concebir el interés social desde una aproximación institucionalista por el simple hecho de que una sociedad anónima adquiriera una determinada envergadura y cotice en un mercado de valores».

informes sobre Buen Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas<sup>36</sup>. Y es que, efectivamente, en España se aplica la teoría contractualista y también sus nociones sobre el concepto de interés social.

La jurisprudencia, haciendo caso al legislador, también viene aplicando la teoría contractualista<sup>37</sup>, definida en aquella STS de 1991 de la que hablábamos antes, aunque no son pocos los pronunciamientos que disienten y, aún hoy, no cierran el debate. Podemos destacar, a este respecto, la STS 991/2011, de 17 de enero de 2012 (Rec. 2208/2008), que estudia otras posibles alternativas, como la teoría monista, dualista, finalista o pluralista, para finalmente seguir fiel a la teoría contractualista.

A pesar del criterio fijo, hay sentencias que se permiten divagar en la teoría contractualista, para alcanzar resultados que, si bien son parecidos, muestran flexibilidad de concepto. Es importante destacar aquí la STS 186/2006, de 7 de marzo (Rec. 2339/1999), que resolviendo una causa de impugnación de acuerdos sociales dice: «los intereses lesionados no han de ser los de los socios en particular, sino los de la sociedad, por más que éstos resulten de la suma de los de todos aquellos». Esta sentencia lleva la doctrina contractualista más allá, expresando que el interés social es, efectivamente, la suma de los intereses particulares... pero con una entidad propia y superior. Y es que es esta «flexibilización» de la teoría la que apoya la doctrina institucionalista.

ALONSO LEDESMA, C., como representante de la corriente institucionalista, defiende así la flexibilización del concepto que da la jurisprudencia reciente:

«Por ello, aun sin desconocer el carácter esencialmente consorcial y privado de la sociedad anónima, [...], es innegable, al mismo tiempo, que, sea por su carácter de anónimas bursátiles, sea por el objeto, sea por la cualidad de los socios, en tales sociedades se da una penetración de intereses que no son exclusivamente los de los socios»<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> El Código de Buen Gobierno Corporativo de 2015, al que hacíamos referencia en la introducción de esta obra, define el interés social como «la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa».

<sup>37</sup> SSTs 19 de febrero de 1991 y 12 de julio de 2002. La STS de 18 de noviembre de 2002 es tajante: «Ha de entenderse que procede considerar lesión a los intereses generales de la sociedad, entendidos como intereses comunes de todos los socios [...]».

<sup>38</sup> ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión...* cit. p. 22. De la misma corriente, LARGO GIL, R., entiende que «El contexto así como el conjunto de la ley permiten decantarse en favor de una concepción básicamente contractualista, esto es, el interés social concebido como el interés común de los socios. Pero no puede

Y es que las sociedades anónimas involucran a numerosos *stakeholders*: cuanto más grande la sociedad, más agentes estarán inmiscuidos en la misma, sin necesidad de poseer una parte alícuota del capital social de la misma. Esos agentes externos tienen intereses que deben ser protegidos y tutelados, en tanto en nuestros tiempos, ese carácter privado de la sociedad anónima se va diluyendo, convirtiendo a la sociedad anónima en un «asunto público», donde el interés social debe ir más allá que la mera suma de intereses de los socios.

La jurisprudencia más reciente ha acogido este «punto medio virtuoso» que se encuentra entre la concepción contractualista más cerrada y la institucionalista más abierta: la reciente sentencia de la Audiencia Provincial de Palma de Mallorca (Sección 5ª) 30/2017, de 7 de febrero, aplica un criterio del Tribunal Supremo fijado en las SSTS 1086/2002, de 18 de noviembre, 873/2011, de 7 de diciembre (y citadas en ella), y 991/2011, de 17 de enero de 2012 (y citadas en ella). El criterio se resume de manera esencial en que, si bien la norma aplica un concepto contractualista del interés social, la interpretación debe mirar también por el sector minoritario que existe en toda sociedad y que, por tanto, no se puede ser restrictivo con la doctrina: «los acuerdos de la mayoría que no persigan razonablemente el interés conjunto de los accionistas desde la perspectiva contractual, ni los de la sociedad, desde la perspectiva institucional, y perjudican a los minoritarios, revelándose abusivos -tanto si se califica el ejercicio del voto como abuso de derecho, como si se entiende que constituye un abuso de poder- deben entenderse contrarios a los intereses de la sociedad, cuyo regular funcionamiento exige también el respecto razonable de los intereses de la minoría».

Así, el interés social ha venido sufriendo una transformación en beneficio de los socios minoritarios, incluyéndolos expresamente en la interpretación de la jurisprudencia. El interés general de la sociedad supera la suma de intereses particulares y, particularmente, alberga una proyección consecuente a la defensa de los participantes minoritarios. Si se acogiera una interpretación restrictiva de la doctrina contractualista recogida en nuestra LSC, nos encontraríamos ante situaciones donde una mayoría puede adoptar acuerdos lesivos para la minoría y la minoría no podría defender sus derechos; en definitiva, como ya ha expuesto alguna sentencia, «todo ello significaría consagrar un imperio despótico de la mayoría».

Sin embargo y, a pesar de la flexibilización de la interpretación, en España el interés social se mantiene todavía como el interés del conjunto de socios, sin que su determinación pueda

---

rechazarse la presencia de algún elemento de índole institucional» en LARGO GIL, R., «La exclusión...» *cit.* pp. 138-140.

tener en cuenta intereses de grupos ajenos a la sociedad. Puede apreciarse perfectamente esta «rigidez» en la STS 695/2015, de 11 de diciembre, haciendo referencia al «interés de grupo», que obliga al administrador de una sociedad dominante a velar por los intereses de la sociedad individual, excluyendo los intereses de las filiales o de los socios de las mismas. Pero, en la misma sentencia, apenas unos párrafos más abajo, vuelve a flexibilizar esa postura, alegando que «el interés del grupo no es absoluto y no puede justificar un daño a la sociedad filial que suponga un perjuicio injustificado a los acreedores y socios externos de la sociedad filial»<sup>39</sup>.

En definitiva, la conclusión que parece obvia, y que ya fue adelantada hace tiempo<sup>40</sup>, es que intentar definir el interés social en términos generales no obtiene resultados útiles. La realidad mercantil y societaria cada día es más compleja, y tratar de usar el mismo concepto para los múltiples casos podría resultar incluso obstinado. Discutir en un plano meramente abstracto sobre qué concepto se aproxima más al significado de interés social deviene estéril, dada la fenomenología diversificada que subyace al «*tipo* sociedad anónima».

## 1.2 Relación entre el interés de la sociedad y la exclusión del derecho de suscripción preferente

Lo expuesto en el apartado anterior es un resumen no exhaustivo del debate en torno al interés social, desde una perspectiva generalista. Cabe, por tanto, preguntarse qué papel tiene el concepto dentro de la supresión o exclusión pactada del derecho de suscripción preferente.

A este respecto, una idea que surge de la lectura del art. 308.1 LSC es que la introducción de la referencia al interés social podría considerarse un recurso literario, una redundancia, puesto que el interés social impera en la mayoría de decisiones que se deben tomar en el ámbito societario<sup>41</sup>; pero sin embargo, si confiamos en el acierto del legislador, la idea que surge tras ese primer pensamiento es que, en efecto, es redundante porque es *importante*.

---

<sup>39</sup> Un estudio más adecuado de la confrontación del interés social y el interés del grupo puede encontrarse en LÓPEZ EXPÓSITO, A.J., «Los grupos de sociedades, ¿ámbitos ajenos a responsabilidad ante acreedores y socios?» en *Revista eXtoikos*, nº13, España, 2014.

<sup>40</sup> Ya en 1995, ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión...* cit. p. 21.

<sup>41</sup> Comparten esta idea VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., partiendo de la base de que tanto los defensores de la postura contractualista como los de la postura institucionalista consideran que el interés social es un elemento interpretativo de toda la normativa societaria y, en particular, de las relaciones entre los socios. VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho...* op. cit.



Se trata de reforzar este concepto y dotarle de una relevancia mayor que en el resto de preceptos de la norma. Porque, si bien la idea de interés social impera en toda la normativa societaria, sólo aparece expresamente en una serie de artículos, donde goza de excepcional importancia<sup>42</sup>.

El motivo, en el caso que nos ocupa, sería que en los casos en los que se excluye el derecho de suscripción preferente, el socio minoritario (que forma parte, como ya hemos dicho, del interés social) queda más desprotegido que en el resto de decisiones que pueda tomar la sociedad.

Como ya hemos dicho, las ampliaciones de capital con aportaciones dinerarias generan un riesgo para el antiguo accionista, que es el de la dilución o aguamiento de su participación social, tanto desde un punto de vista económico como político-administrativo; es, sin duda, uno de los supuestos de mayor injerencia de terceros en la posición jurídica del accionista antiguo. Y por eso podríamos confirmar que el interés social se convierte, con esa nominación expresa en el artículo 308.1, en un «presupuesto de hecho legitimador» de la exclusión<sup>43</sup>, y no un mero límite negativo (como sí sucede con el resto de la normativa). El legislador español se asegura así de que esa gran injerencia en los intereses de los socios tiene un fundamento lógico y justificable en el interés para la totalidad de la sociedad.

Es más, cierta doctrina apunta a que, más que un elemento esencial para la validez del acuerdo de exclusión, el interés social se perfila también como la *finalidad* de dicho acuerdo<sup>44</sup>: el objetivo del acuerdo de exclusión debe ser satisfacer y proteger una concreta manifestación del interés social, esta vez sí, entendido como interés de la sociedad, desde una perspectiva más institucionalista que contractualista<sup>45</sup>.

---

<sup>42</sup> Aparece expresamente en la regulación del deber de lealtad de los administradores (arts. 226 y 229 LSC), de la convocatoria de junta por parte de los administradores (art. 167 LSC), en relación al derecho de información del socio en junta general (art. 196.2 LSC), de la impugnación de acuerdos sociales (art. 204.1 LSC) y en lo relativo al ejercicio de la acción social de responsabilidad (art. 239.2 LSC).

<sup>43</sup> Esta posición es confirmada por la doctrina de finales del S. XX hasta la actualidad. ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión...* cit. pp. 32-33; LARGO GIL, R., «Exclusión...» en *Derecho de Sociedades Anónimas...* cit. pp. 629-630; GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* cit. p. 114. Se coincide en que el interés social, más que colocarse como límite infranqueable sujeto a control judicial, supone un elemento esencial para que el acuerdo de exclusión tenga validez.

<sup>44</sup> GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* cit. pp. 115-116 y VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho...* op. cit.

<sup>45</sup> «Puede concluirse, pues, que a la junta general se le atribuye la facultad de suprimir el derecho de suscripción preferente sólo ante un interés social concreto, específico y objetivo, esto es, susceptible de valoración» en LARGO GIL, R., «Exclusión...» en *Derecho de Sociedades Anónimas...* cit. p.634.

Esta exigencia de que exista un interés social que justifique la operación crea un mecanismo de protección adicional para el socio que ve sus intereses violados: mientras que la idea generalista de interés social funciona en la LSC como límite negativo, operando como *causa de anulabilidad* (en el caso de haberse tomado decisiones en beneficio de uno o varios socios o terceros), en el concreto punto de la exclusión del derecho de suscripción preferente, la ausencia de un interés social opera como *causa de nulidad*, sin que sea necesario probar el beneficio de uno o varios de los socios ulteriormente.

En cualquier caso, lo que parece evidente es que el art. 308.1 quiere proteger especialmente a los socios, entendidos como entes individuales con diferentes aspiraciones. Ante la superprotección del artículo, los administradores deben valorar seriamente la situación y proceder a realizar una ponderación de intereses, donde van a confrontar los intereses de los socios individuales y los de la sociedad: si el beneficio que obtiene la sociedad ampliando capital y acordando la exclusión del derecho de suscripción preferente es mayor que el perjuicio que sufre el socio por la supresión de su derecho, dicha supresión quedaría justificada.

En este punto se juntan la teoría contractualista y la institucionalista: si la ponderación de intereses resulta positiva, la exclusión se justificará desde la perspectiva del interés de cada uno de los socios, teniendo en cuenta que, desde el momento en que el interés social es el interés común de los socios, el beneficio que obtiene cada accionista con la operación resultará mayor que el perjuicio que individualmente pueda sufrir por la exclusión del derecho<sup>46</sup>.

Tanto es así que el interés social se convierte en presupuesto y finalidad de la operación, y convierte a la exclusión del derecho en el mejor medio para alcanzar tal fin; como medio, deberá ser *adecuado* (la exclusión deberá ser apta para producir la finalidad), deberá ser *necesario* (la exclusión será el mejor medio, no existiendo uno alternativo que cause un menor perjuicio para obtener el mismo beneficio) y, finalmente, deberá ser también *proporcional* (como ya hemos dicho, los beneficios que se obtengan gracias a la ampliación de capital con exclusión del derecho deben ser mayores que los perjuicios que ocasiona tal supresión)<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho... op. cit.*

<sup>47</sup> GARCÍA GREWE, C., *El derecho... cit.* pp. 120-125. Desde su posición institucionalista, ALONSO LEDESMA, C., y LARGO GIL, R., opinan en la misma línea: «por ello, la existencia de un interés que pueda

El carácter de adecuado y proporcional no parece tener discusión; el carácter de *necesidad*, sin embargo, sí encuentra dos posiciones enfrentadas: una necesidad en sentido laxo y una necesidad en sentido estricto<sup>48</sup>. El primer concepto entiende que la supresión del derecho de suscripción preferente debe ser la mejor vía posible aunque, sin embargo, existan alternativas; en otras palabras, debe ser la mejor entre las alternativas posibles. El segundo concepto, al contrario, no cree que deba suprimirse el derecho de suscripción preferente en el caso de que exista una alternativa, independientemente de si ésta es mejor o peor<sup>49</sup>.

No parece que haya una postura clara en torno a este asunto, por lo que los posibles problemas de necesidad de la medida de exclusión serán competencia de los tribunales, que no han tenido demasiadas oportunidades de pronunciarse al respecto; entre ellas, podremos destacar la reciente Sentencia de la AN 176/2016, de 20 de abril, acerca de una operación acordeón con exclusión del derecho de suscripción preferente. La sentencia resuelve una impugnación de resolución del FROB, que pretendía realizar esa operación excluyendo el derecho: el FROB no niega en ningún momento que no existieran otras alternativas, incluso menos lesivas, pero la realidad económica de la entidad objeto de la operación (NCG Banco S.A.) complicaba las cosas, hasta el punto de que, sin esa exclusión, peligraba la plena recapitalización de la entidad.

Cita expresamente el tribunal, en el FJ Noveno: «A continuación señala la actora que la operación societaria que a la postre se realizó (operación acordeón con exclusión del derecho de suscripción preferente) *no era la única alternativa existente*, existiendo otras posibilidades alternativas menos lesivas, como la emisión de bonos necesariamente convertibles. Ahora bien dicha posibilidad no era factible dada la situación económica de NCG Banco y su valor altamente negativo».

---

ser calificado de social, aun siendo requisito indispensable, puede no ser suficiente para justificar la exclusión *si tal interés no conduce necesariamente a ella*» en ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión...* cit. pp.41-42, y LARGO GIL, R., «La exclusión...» cit. pp. 140-143.

<sup>48</sup> Estas dos posiciones las defienden GARCÍA GREWE y ALONSO LEDESMA, que en las restantes características de la medida de la exclusión (proporcionalidad y adecuación) sí coinciden.

<sup>49</sup> «Si, por el contrario, tales alternativas realmente existieran, es decir, si la adquisición de unos determinados bienes, o la vinculación a la sociedad de unas determinadas entidades o personas, etc., pudiera obtenerse por vía distinta del ofrecimiento de las acciones de nueva emisión, entonces, como es claro, no podría excluirse el derecho de suscripción. La relación [...] ha de ser de estricta necesidad». ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión...* cit. pp.47-49.

Aun a pesar de que el debate doctrinal sobre qué nivel de *necesidad* debe exigirse para la exclusión del derecho, la jurisprudencia prefiere un concepto laxo y subjetivo<sup>50</sup>, haciendo caso a las circunstancias propias de cada sociedad en el momento de ejecutar la operación.

### 1.3 El informe de los administradores y el papel de la Junta General

#### A) *El informe de los administradores*

A pesar de que la exigencia de un informe de los administradores se considera un requisito formal, no podemos dejar de incluirlo en este apartado, relacionándolo directamente con el requisito material del interés social, ya que el informe realmente tiene la finalidad concreta de justificar el aumento de capital con la medida extrema de la exclusión del derecho de suscripción preferente. Este informe constituye el reflejo de los dos requisitos materiales (interés social y precio razonable de emisión) y es el objeto al que se deben aferrar los socios para proteger sus intereses<sup>51</sup>.

En relación con el interés social, éste no puede ser algo abstracto que se "intuya" o, mucho menos, que corresponda a la Administración o los Tribunales establecerlo para cada caso concreto: corresponde a los administradores la identificación del interés social buscado en las ampliaciones de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente.

No sólo eso, sino que deben también exponer claramente la adecuación, proporcionalidad y necesidad de la medida. Y también deben aclarar la relación intrínseca entre la exclusión del derecho y la búsqueda del interés social.

Lo anteriormente dicho implica que los administradores han debido<sup>52</sup> hacer un estudio previo de las posibles alternativas viables y menos lesivas, de la ponderación de intereses entre sociedad y socios y, finalmente, tras esas indagaciones, decidir que lo más beneficioso es precisamente la ampliación de capital con aportaciones dinerarias excluyendo el derecho de suscripción preferente.

---

<sup>50</sup> Comparten esta postura laxa tanto GARCÍA GREWE como VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho... op. cit.*

<sup>51</sup> GARCÍA GREWE, C., *El derecho... cit.* pp. 245-247.

<sup>52</sup> Esa noción del "deber" tiene dos aspectos, desde mi punto de vista: uno, por imperativo legal de justificar adecuadamente la exclusión, y otro por el deber de lealtad del administrador y el principio de buena fe que debería gobernar a los administradores de las sociedades.

El informe de los administradores tiene varias funciones, en lo referente al interés social:

- 1) Informar adecuadamente al accionista de la operación que se va a realizar, cómo se va a realizar y cuáles son las implicaciones para el socio.
- 2) Exponer los motivos que hacen necesaria la operación de ampliación de capital, con énfasis en las razones que llevan a los administradores a querer excluir el derecho de suscripción preferente. Este aspecto debe demostrar la relación de causalidad entre la exclusión del derecho, la ampliación de capital y la consecución del interés social.

El informe debe recoger exhaustivamente la motivación de cada uno de los puntos anteriores, funcionando por tanto como *garantía de información* y como *mecanismo de control*: el documento debe satisfacer plenamente el derecho a la información que tiene todo socio y, además, el documento permite a los socios constatar que se han cumplido los requisitos materiales para hacer efectiva la exclusión del derecho de suscripción preferente. Y, siguiendo con la lógica, otorgará opciones a los socios de reivindicar sus derechos y elevar ante los tribunales la violación de sus intereses, tanto por la vulneración del derecho de información como por el quebranto de los requisitos esenciales del art. 308.1 LSC<sup>53</sup>.

En resumen, la elaboración de este informe supone plasmar por escrito el cumplimiento de los requisitos materiales exigidos por la ley<sup>54</sup>, y permitirá a los tribunales decidir si la exclusión está debidamente justificada<sup>55</sup>.

#### *B) El papel de la Junta general*

Como sabemos, el art. 308.1 LSC incluye un detalle que no puede escapársenos: «En los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la junta general, al decidir el aumento del capital, *podrá* acordar la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente».

Debemos reflexionar ante ese «podrá», por las repercusiones que pueda tener. Si algo es claro es que la competencia la tiene únicamente la Junta, pero surgen dos preguntas a las que debemos responder en este punto: la primera, si la Junta puede delegar su competencia para acordar la exclusión; la segunda, si la Junta tiene una competencia de naturaleza potestativa u obligatoria, es decir, si realmente tiene poder para, en caso de cumplirse todos los requisitos formales y materiales, rechazar la supresión.

---

<sup>53</sup> VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho... op. cit.*

<sup>54</sup> GARCÍA GREWE, C., *El derecho... cit.* p.248

<sup>55</sup> ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social... cit.* p.114.

La propia LSC responde a la primera pregunta: el art. 506 LSC permite a la Junta general de la sociedad cotizada delegar en los administradores, no sólo la facultad de aumentar el capital social sino también la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente.

Este precepto es novedoso y no lo encontramos en la LSA de 1989 (aunque sí en sus posteriores modificaciones<sup>56</sup>), aunque la doctrina que interpretaba esa norma no encontraba razones para no permitir la delegabilidad de esta facultad<sup>57</sup>.

El legislador, haciendo caso de la doctrina, introdujo este precepto, pero con varios límites que tratan de proteger al socio en estas situaciones: debe existir un interés social medido con los mismos rasgos que para el resto de situaciones; únicamente puede existir esta delegación en el caso de sociedades cotizadas; el anuncio de la convocatoria que pretende delegar la facultad en el Consejo de Administración también deberá incluir la propuesta de ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, como también se pondrá a disposición de los socios el informe de los administradores justificando la propuesta de delegación.

El art. 506 LSC impone unas serias limitaciones al Consejo de Administración de manera que se evita por todos los medios la falta de información o dejar al arbitrio de los administradores la lesión de los derechos e intereses de los socios.

El resultado, como vemos, es el mismo: la Junta *mantiene* la competencia exclusiva para excluir el derecho, ya sea acordándolo en Junta general o acordando en Junta general la delegación de la facultad<sup>58</sup>. Ese término al que hacíamos referencia, «podrá», queda definido por la ley, atribuyendo y reservando la competencia exclusiva a la Junta.

La segunda pregunta no tiene todavía solución normativa, habiendo la doctrina suplido ese vacío: la doctrina mayoritaria española defiende que la junta tiene un poder *facultativo* para

---

<sup>56</sup> La Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, introduce la modificación pero únicamente para las sociedades cotizadas. Era una crítica que había realizado la doctrina y que el legislador finalmente acepta. Exhaustivo análisis de la influencia de la Ley en la regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente se hace en LARGO GIL, R., «La exclusión...» *cit.* pp. 109-195.

<sup>57</sup> «Es cierto que desde una óptica de política jurídica, no sólo no habría razones para denegar esa posibilidad, sino que, al contrario, podrían esgrimirse razones suficientes que aconsejarían admitir la delegabilidad a los administradores de la facultad de suprimir total o parcialmente el derecho de suscripción preferente», ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión...* *cit.* pp. 94-96.

<sup>58</sup> Coincide GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* *cit.* pp. 130-131.

excluir el derecho<sup>59</sup>. Esto quiere decir que, si no existe un interés social que efectivamente justifique la exclusión del derecho, la Junta no puede acordar la supresión, pero que, sin embargo, si se ha acreditado un interés social que justifique la exclusión del derecho, la Junta sí podrá decidir si acordar la exclusión o no hacerlo. El legislador le da plena libertad a la Junta, pero para que ésta pueda ejercitar esa libertad, deben darse primero los requisitos materiales exigidos.

Sin embargo, ante esta posición de la norma, debemos reflexionar de nuevo sobre el concepto «interés social»: no puede obviarse que éste debe regir en la conducta de los involucrados en la gestión de la sociedad. Hemos ya comentado que la máxima del interés de la sociedad debe imperar en todas las decisiones que se toman en el ámbito empresarial, y siendo la Junta el órgano de mayor participación, también deberá el interés social ser tenido en cuenta en las decisiones que se tomen en su seno.

Venimos ya defendiendo las tres notas características del nexo entre la exclusión del derecho y el interés de la sociedad: necesidad, proporcionalidad y adecuación. Estas características se imponen para valorar la justificación de la medida de la exclusión del derecho de suscripción preferente y, si la valoración es positiva, se comprueba que la exclusión es la mejor medida para alcanzar el fin del interés social.

Surge entonces el problema: si se ha justificado que la exclusión del derecho es la medida que más va a satisfacer el fin social... ¿de veras puede la Junta «no adoptar» el acuerdo de exclusión? Técnicamente, la norma permite esta posibilidad.

Debemos, en este punto, mostrarnos críticos, pues no parece lógico exigir la búsqueda del interés social a los administradores y, una vez hallada la mejor medida para encontrarlo, que los socios puedan desecharla sin justificación. Este punto sigue siendo objeto de debate<sup>60</sup>, y aunque lo cierto es que la norma permite la discrecionalidad de la Junta, no nos parece que la Junta pueda negarse a actuar en contra de los intereses de la sociedad; no es racional, puesto que el interés de la sociedad aúna los de los socios, y no corresponde con la buena fe.

---

<sup>59</sup> GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* cit. pp. 131-136. Interpretando el concepto *podrá* con la LSA 1989, ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión...* cit. pp. 37-39

<sup>60</sup> ALONSO LEDESMA y LARGO GIL representan la postura doctrinal que defiende que no cabe exigir a la Junta que acepte la exclusión, en tanto la norma le permite ser discrecional. ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión...* cit. pp. 37-39. GARCÍA GREWE, en cambio, comparte mi posición, argumentando que la Junta estaría actuando de forma contraria al interés social y que, por tanto, podría éste actuar como límite negativo, en GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* cit. pp. 132-133.

En cualquier caso, la Junta tendrá siempre dos opciones: optar por la exclusión del derecho de suscripción preferente (siempre que se den los requisitos materiales) u optar por primar el interés de los socios de mantener su porcentaje de participación social; en cualquiera de los dos casos se va a estar poniendo por delante el *interés social*, desde una perspectiva más institucionalista o desde una más contractualista.

#### 1.4 Justificaciones actuales

Este apartado está reservado para revisar los diferentes motivos que usan los administradores de las sociedades en sus informes para justificar la medida de la exclusión social. Recordamos que sólo puede justificarse cuando sea de interés de la sociedad.

Los informes que exponemos a continuación materializan lo que la realidad societaria hoy en día considera como «interés social»<sup>61</sup>.

Tenemos, en primer lugar, el Informe del Consejo de Administración de Abengoa S.A., de 24 de mayo de 2017<sup>62</sup>.

Son dos los puntos justificativos de importancia: la propuesta de delegación de la ampliación de capital y la propuesta de delegación de la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente.

El Consejo de Administración consideró como motivos justificativos de la exclusión del derecho, y por tanto como «interés de la sociedad» los que pasamos a transcribir.

«La flexibilidad y agilidad con la que, en ocasiones, resulta necesario actuar en los mercados financieros actuales a fin de poder aprovechar los momentos en los que las condiciones de los mercados sean más favorables y, de otro lado, un abaratamiento relativo de los costes asociados a la operación (incluyendo, especialmente, las comisiones de las entidades financieras participantes en la emisión) en comparación con una emisión con derecho de suscripción preferente y tiene al mismo tiempo un menor efecto de distorsión en la negociación de las acciones de la Sociedad durante el período de emisión, que suele resultar más corto que en una emisión con derechos. Como ya ha quedado expuesto, para que el Consejo de Administración pueda hacer una utilización eficiente de la delegación de ampliar

---

<sup>61</sup> A fin de hacer accesible el resultado de mi investigación, creé al efecto una carpeta pública en Google Drive, a la que se puede acceder para revisar los informes a los que voy a hacer referencia. El enlace es: [https://drive.google.com/drive/u/0/folders/1PvhBtgxTE593i4DVtCEhxO\\_bWul4IC-v](https://drive.google.com/drive/u/0/folders/1PvhBtgxTE593i4DVtCEhxO_bWul4IC-v)

<sup>62</sup> Disponible en [https://drive.google.com/file/d/1JJ\\_whz2a3TFfLAuN3XtADXZszpU7bKNB/view?usp=sharing](https://drive.google.com/file/d/1JJ_whz2a3TFfLAuN3XtADXZszpU7bKNB/view?usp=sharing)



capital, es importante en muchos casos la rapidez y la selección del origen de los recursos que, por su disponibilidad inmediata y temporalmente limitada, pueden hacer necesario, para cumplir los objetivos de la operación de aumento de capital, excluir el derecho de suscripción preferente de los socios, ya que si no se hiciera así se podría menoscabar el objetivo de crear valor para el accionista, que el Consejo de Administración considera primordial.

Asimismo, la exclusión puede ser necesaria cuando la captación de los recursos financieros se pretende realizar en los mercados internacionales o mediante el empleo de técnicas de prospección de la demanda o *bookbuilding*».

El Informe del Consejo de Administración de Applus Services S.A., 27 de septiembre de 2017<sup>63</sup>, es especialmente exhaustivo, demostrando que la práctica empresarial refleja muy bien el aspecto teórico que hemos mostrado.

En concreto, el Quinto punto del informe expone la justificación de la exclusión del derecho de suscripción preferente, desde una perspectiva del interés social. Además, separan la justificación en torno a tres elementos, que coinciden con los que hemos expuesto en este trabajo como los esenciales del interés social: **necesidad** («dicha exclusión permite realizar una operación conveniente desde el punto de vista del interés social»), **proporcionalidad** («existe una relación de proporcionalidad entre el objetivo buscado y el medio elegido) y **adecuación** («el procedimiento escogido resulta idóneo para dicho fin»).

En cuanto a la necesidad: «Por otra parte, y según se verá a continuación, el procedimiento más adecuado para efectuar el mencionado Aumento de Capital es llevarlo a cabo mediante una colocación acelerada de las nuevas acciones entre inversores cualificados. Este procedimiento requiere, por definición, la exclusión del derecho de suscripción preferente de dichas acciones legalmente atribuido a los actuales accionistas de la sociedad para poder ofrecérselas a esos inversores.

En definitiva, la exclusión del derecho de suscripción preferente en el Aumento de Capital propuesto permite la realización de una operación conveniente desde el punto de vista del interés social que, de otro modo, podría efectuarse en condiciones mucho menos ventajosas para la sociedad»

---

<sup>63</sup> Disponible en <https://drive.google.com/file/d/1V7zLfH6J88-wMasJQzExb6iyBjpkMxUy/view?usp=sharing>

En cuanto a la adecuación: «[...] Este método resulta no sólo idóneo para alcanzar el fin deseado, sino además conveniente desde la perspectiva del interés social de Applus. En efecto, de acuerdo con la información recibida de las Entidades Coordinadoras Globales y la práctica del mercado, esta técnica [*accelerated bookbuilding*] es la más adecuada en términos de precio de emisión de las nuevas acciones, de coste de captación de los recursos, y de riesgo de ejecución para aumentos de capital dinerarios como el planteado».

Y, finalmente, la proporcionalidad: «Esta afirmación se justifica de lleno con los beneficios que la Sociedad obtendría con la operación propuesta [...]. En todo caso, no está de más recordar que los inconvenientes que eventualmente podrían producirse para la situación individual de los accionistas son prácticamente irrelevantes».

Expuestos los tres requisitos de la medida, pasan a concretar cómo definen el interés de la sociedad: flexibilidad y rapidez de ejecución (p. 10), menor exposición a la volatilidad del mercado (p. 10), ahorro de costes (p. 11), posible menor descuento respecto del precio de cotización (p. 11) y aumento de la base accionarial de la Sociedad (p. 11).

En el Informe del Consejo de Administración de Acciona, de 7 de abril de 2016<sup>64</sup> se expone una propuesta de delegación de facultades por la Junta General a favor del Consejo de Administración, pero esta propuesta debe incluir imperativamente una justificación de la medida de excluir el derecho de suscripción preferente.

En ese informe se considera justificante de la medida «un abaratamiento relativo de los costes asociados a la operación (incluyendo, en particular, las comisiones de las entidades financieras participantes en la emisión) [...]». Además, permite a los administradores «ampliar notablemente la rapidez de actuación y respuesta que en ocasiones exigen los mercados financieros actuales» y, finalmente, la exclusión «distorsiona en menor medida la negociación de las acciones de la Sociedad durante el periodo de emisión, que suele ser más corto que en una emisión con derechos».

No es necesario que exponamos más informes, puesto que todos argumentan sus decisiones en las mismas justificaciones, siendo éstas la posibilidad de que la sociedad acometa con mayor rapidez y oportunidad las necesidades de capital y las condiciones favorables de los mercados, el abaratamiento de los costes y el efecto menos distorsionante en las negociaciones con inversores, y aumento de la base accionarial de la sociedad, aunque ésta

---

<sup>64</sup> Disponible en <https://drive.google.com/file/d/1QJ4fU-KX9HEYYnVkgKqzqJ1aFoniJpsX/view?usp=sharing>

última podríamos discutir si es una justificación o un resultado de excluir el derecho de suscripción preferente.

Así lo exponen los Informes del Banco Popular, de 9 de abril de 2017; del Banco Santander, en 28 de marzo de 2014<sup>65</sup>; de Bankia, de 5 de marzo de 2018; de BBVA, de 16 de marzo de 2017; de Ferrovial, de 25 de junio de 2014; de GAMESA, de 8 de septiembre de 2014<sup>66</sup>; de PRISA, de 22 de julio de 2014.

---

<sup>65</sup> El informe del Banco Santander se redacta siguiendo también los tres requisitos mencionados que debe cumplir la medida de la exclusión: necesidad, idoneidad y proporcionalidad. Los motivos que entiende como interés social sí se comparten con el resto de sociedades analizadas.

<sup>66</sup> Éste informe también sigue las pautas que el Informe del Banco Santander, por lo que su estudio resulta de mayor interés que los otros.

## 2. EL PRECIO DE LAS ACCIONES DE NUEVA EMISIÓN

Es el segundo requisito de carácter material que exige el art. 308.2.c): «Que el valor nominal de las nuevas participaciones o de las nuevas acciones, más, en su caso, el importe de la prima, se corresponda con el valor real atribuido a las participaciones en el informe de los administradores en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada o con el valor que resulte del informe del experto independiente en el caso de las sociedades anónimas»<sup>67</sup>.

Debemos considerar que lo que no se puede modificar es el valor nominal de una acción, cuyo valor conforma la partida del «Capital Social» en el balance de la sociedad. Este valor nominal será siempre el valor mínimo al que una acción pueda emitirse (emisión de acciones «a la par»), ya que la normativa europea prohíbe expresamente las emisiones «bajo par»<sup>68</sup>. Y por eso es tan importante la prima de emisión, ya que cuando el valor razonable de la acción sea superior al valor nominal, las acciones de nueva emisión deberán incrementar su valor para cumplir con el requisito de igualdad de valores, y para eso sirve precisamente la prima de emisión.

Esta exigencia de la LSC logra evitar el ya mencionado efecto de aguamiento o dilución, ya que el patrimonio se va a ver incrementado en la misma proporción que el patrimonio.

Ahora bien, no se determina en la ley un criterio para determinar el valor razonable de las acciones, por lo que corresponde una comparación entre las diferentes concepciones que pueden existir sobre el valor razonable, a nivel contable y a nivel jurídico-societario.

### 2.1 El valor razonable en contabilidad

El valor razonable es un concepto contable que se usa para calificar el precio al que un activo o pasivo pueden ser enajenados.

El Marco Conceptual de la Contabilidad<sup>69</sup>, en su norma 6ª, apartado segundo, define el valor razonable: «es el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo,

---

<sup>67</sup> Sin perjuicio de los arts. 504 y 505 LSC, que permiten a las sociedades cotizadas emitir las nuevas acciones a un precio inferior al razonable.

<sup>68</sup> Art. 47 de la Directiva (UE) 2017/1132, de 14 de junio de 2017, actualmente vigente. Las normas anteriores que quedaron derogadas también recogían el precepto, en los mismos términos.

<sup>69</sup> Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad, Capítulo Primero.

entre partes interesadas y debidamente informadas, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua». También señala la manera correcta de obtenerlo: no se deducirán los costes de transacción y se hará con referencia a un valor fiable del mercado (si el activo cotiza en un mercado, su precio en él será la mejor referencia).

A nivel internacional, las NIIF, en su Norma 13, definen el valor razonable, o *Fair Value*, en términos parecidos: «el precio que sería recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de la medición». A la hora de obtener el valor razonable, sin embargo, las NIIF son más laxas, imponiendo dos criterios: si existe un mercado principal, el valor que en él se dé al activo o pasivo; en ausencia de un mercado principal, el mercado más ventajoso para el activo o el pasivo será el que determine el valor razonable.

Sin embargo, antes que el PGC español y la NIIF 13, la norma que cobra especial importancia a estos efectos es la Directiva 2001/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de septiembre (en adelante, Directiva 2001/65/CE). Esta Directiva modifica esencialmente la Cuarta Directiva 78/660/CEE, del Consejo, de 25 de julio, que trata precisamente de las normas de valoración de las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad.

La Directiva 2001/65/CEE se inicia con unas consideraciones magníficas sobre la adaptación que tiene que hacer Europa a las normas de valoración contable del resto de la comunidad internacional y sobre la necesidad de homogeneizar los diferentes mecanismos contables de la propia Unión Europea. Podríamos destacar la Consideración Novena y la Décimo Primera.

La primera dice: «[...] es preciso modificar estas últimas Directivas de modo que se permita la valoración de determinados activos y pasivos financieros a su valor razonable. De este modo, la información facilitada por las sociedades europeas se ajustará a la evolución internacional en curso». Y la segunda añade: «La comparabilidad de la información financiera en el conjunto de la Comunidad hace necesario exigir a los Estados miembros que introduzcan un sistema de contabilidad por el valor razonable para determinados instrumentos financieros. Los Estados miembros deben autorizar la adopción de este sistema por parte de todas las sociedades [...]».

Es el primer artículo de la Directiva 2001/65/CEE el que introduce la Sección 7 *bis*, con capítulo «Valoración con arreglo al valor razonable», una sección que no existía en la Cuarta

Directiva 78/660/CEE, y que parecía a todas luces necesaria para el avance de las empresas en la Unión Europea.

Sin embargo, ni la Directiva 2001/65/CEE, ni la que la derogó (Directiva 2013/34/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio), lograron delimitar el concepto de valor razonable. Simplemente exigían a las empresas su uso y facilitaban los mecanismos de valoración.

Como vemos, la norma española no es pionera en el uso de la valoración razonable, sino que se adapta a la exigencia europea e internacional de homogeneizar los criterios contables. Desde mi punto de vista, una adaptación lógica y necesaria en un proceso de internacionalización de los mercados.

Esta adaptación fue recogida en 2007 con el PGC, en la norma que ya hemos revisado. Y, unos años más tarde, el Reglamento UE 1255/2012, de la Comisión, de 11 de noviembre, adopta la NIIF 13, que sí dota finalmente de concepto al término, y lo complementa con una detallada exposición de cómo aplicar la medición del valor razonable a determinados activos.

En conclusión, la armonización europea e internacional coincide en que el valor razonable está conformado por unos elementos esenciales<sup>70</sup>: importe al que un activo o pasivo puede ser intercambiado entre dos partes interesadas en la transacción e informadas adecuadamente al respecto, con independencia mutua<sup>71</sup>.

## 2.2 El valor razonable en la exclusión del derecho de suscripción preferente.

Como hemos dicho, estamos aquí analizando el concepto de «valor razonable» en lo que respecta al art. 308.2.c) LSC, pero para entender mejor esta disposición, habrá primero que delimitar el concepto de «valor razonable», ya que el artículo no lo menciona en ningún momento; al contrario, abandona el concepto que sí incluía la LSA 1989 (art. 159.1.c) ) para suplirlo por «el valor que resulte del informe del experto independiente en el caso de las sociedades anónimas».

Si bien los términos son muy diferentes, la doctrina parece coincidir en que el contenido de fondo no ha variado aunque sí lo haya hecho el continente<sup>72</sup>, y esto se apoya en la lectura

---

<sup>70</sup> GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* cit. p. 147.

<sup>71</sup> Este principio de independencia mutua es recurrente en la normativa europea, y se denomina Principio de Arm's Length.

<sup>72</sup> VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho...* op. cit.

completa del art. 308 LSC: si bien el valor lo tiene que determinar el experto independiente, éste tiene que ceñirse al art. 308.2.a), en el que dice que deberá pronunciarse sobre el «valor razonable» de las acciones.

Vista queda la interpretación que da la contabilidad del concepto de valor razonable, que se ha analizado previamente porque es la normativa societaria la que refleja la corriente evolutiva contable, y no al revés<sup>73</sup>. Se puede ver en la LSA 1989, que en su versión original establecía que el valor de emisión de las nuevas acciones debía corresponderse con el «valor real que resulte del informe de los auditores de cuentas de la sociedad», y que en 2002<sup>74</sup> se vio alterado, sustituyéndose el concepto de valor real por el de valor razonable; incluso, la modificación añadía que el valor razonable para la sociedad cotizada se entendería como el valor de mercado y que éste se presumiría referido a su cotización bursátil.

El concepto que se venía usando en España, el «valor real», se mantiene todavía en la LSC<sup>75</sup>, pero ello no significa una desprotección, sino una protección diferente para el socio<sup>76</sup>: el valor razonable garantiza la correcta formación del patrimonio de la sociedad, y el valor real garantiza la adecuada valoración de las acciones; en ambos casos se pretende evitar el fraude a los socios en operaciones societarias que afectan a sus derechos políticos y económicos.

Es justo decir que la intención del legislador en todo caso es la de proteger a los socios cuando la norma exige que se haga una valoración de sus acciones; quitándole importancia al continente, el objetivo es el mismo: que la valoración, la que sea, refleje realmente lo que las acciones valen, en el contexto de la operación y de la sociedad concreta.

Pero, si tan seguros estamos de que la finalidad de la norma es la misma independientemente de que se use el concepto «valor razonable» o «valor real»... ¿por qué se modificó la LSA 1989 sólo en algunos preceptos?

---

<sup>73</sup> De hecho, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, es previa al PGC (2007), pero posterior a la Directiva 2001/65/CEE, que inició la adaptación internacional del marco contable europeo. GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* cit. p. 154.

<sup>74</sup> La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE 281, de 23 de noviembre de 2002) modificó el art. 159 LSA 1989 en los términos arriba expresados.

<sup>75</sup> En concreto, la LSC mantiene el concepto de valor real al regular la responsabilidad solidaria por las aportaciones no dinerarias del administrador de la Sociedad de Responsabilidad Limitada (art. 73.3), al establecer el régimen de la transmisión voluntaria por actos inter vivos (art. 107.2), al determinar el contenido del derecho a la cuota de liquidación (art. 393.2) y, como hemos dicho, en la propia regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente, en el art. 308.2.c., aunque éste último precisa de los matices expuestos en la página anterior.

<sup>76</sup> GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* cit. pp. 155-156

El establecimiento general del concepto «valor razonable» se debe a razones de seguridad jurídica: ese concepto ha sido definido por normas supranacionales legítimas, es un concepto técnico cuyo contenido ha sido delimitado y su medición ha sido establecida. El concepto «valor real» no es uno técnico, sino que debe su existencia a razones de justicia material: para que los socios recibieran en contraprestación a sus acciones lo que realmente éstas valían, independientemente de su valor estático contable.

Para mayor seguridad y protección, la LSC exige que ese valor sea fijado por un auditor externo, que reflejará la realidad patrimonial existente sin que entren en juego sus intereses personales; se minimiza el riesgo de confrontación de intereses mediante la exigencia de que el experto independiente externo sea nombrado por el Registrador Mercantil.

El valor razonable funciona, en términos societarios, como un medio: la valoración de las acciones no es el objetivo, sino un instrumento para alcanzar el interés social. Si la valoración es incorrecta, se corre el riesgo de que la operación se salde con beneficios o perjuicios injustificados que perjudiquen directamente a un sector de los socios<sup>77</sup>. Al contrario, una valoración *razonable* impide un perjuicio en los derechos económico y políticos que no sea subsanado por el mayor interés social alcanzado por la operación.

De nuevo, como llevamos diciendo a lo largo de este trabajo, todo gira en torno a la búsqueda del mayor interés social.

Es más, tanta importancia cobra el concepto de valor razonable en la exclusión del derecho de suscripción preferente que la norma prevé su uso expreso a la hora de establecer el precio de emisión de las nuevas acciones. Y esta exigencia obliga a los nuevos suscriptores a aportar la proporción de riqueza que cada acción representaba antes de la ampliación de capital. Podría decirse que el valor razonable permite que los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente resulten «patrimonialmente neutros» para el antiguo socio, aunque no sean «políticamente neutros».

Este problema no tiene fácil solución: ya hemos dicho al principio que la exclusión del derecho de suscripción preferente deja indefenso al socio ante la disminución de su poder político. Esta indefensión se justifica por el «interés social», a cuyos apartados nos referimos; resulta que lo único que puede proteger el valor razonable es el carácter patrimonial o económico del socio.

---

<sup>77</sup> GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* cit. p. 159.



## 2.3 El precio de emisión en las sociedades cotizadas

Las sociedades cotizadas tienen su propio régimen particular en la LSC. En lo que respecta a la exclusión del derecho de suscripción preferente, podemos encontrar el régimen general en el art. 504, que expresamente nos remite al art. 308 de la misma norma; es decir, no hay diferencias entre un régimen y otro en lo que respecta a la exigencia de interés social y al papel que juega la Junta General en el procedimiento.

Pero el art. 505 establece una excepción, creando el régimen especial de exclusión del derecho para las sociedades cotizadas: el precio de emisión puede ser fijado por la Junta General sin más límite que el valor neto patrimonial que fije el informe del auditor<sup>78</sup>.

Como sabemos, para que la exclusión del derecho de suscripción preferente sea válido, se exige que el valor de las nuevas acciones sea igual al valor razonable de las existentes; en las sociedades cotizadas, no se impone una igualdad sino una relación de mínimos: el valor mínimo deberá ser el valor patrimonial neto de las acciones.

También hemos comentado anteriormente que el valor razonable tiene una estrecha relación con el valor de una empresa en el mercado, presunción que se convierte en *iuris tantum* al observar el art. 504.2: «el valor razonable se entenderá como el valor de mercado. [...] se presumirá valor de mercado el que se establezca por referencia a la cotización bursátil». El valor razonable, por tanto, para las sociedades cotizadas, se medirá por referencia a la cotización de la sociedad.

Pero a pesar de esa presunción, la norma permite que el precio sea inferior al valor razonable siempre que el valor sea superior al valor patrimonial neto. La Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente<sup>79</sup> incluye la definición del concepto: «total de fondos propios (consolidados, en su caso) que figuren en las cuentas anuales o estados financieros a una fecha determinada».

Surge aquí el primer problema: conocemos lo que es el valor patrimonial neto, pero éste hace referencia a la sociedad, no a las acciones. ¿Cómo calculamos cuál es realmente el valor patrimonial neto de una acción?

---

<sup>78</sup> Como hablaremos en el punto siguiente, la relación entre la figura del auditor y la del experto independiente están estrechamente relacionadas en la LSC, y en este artículo se puede ver: se menciona el informe del experto independiente para, seguidamente, hablar del informe del auditor en iguales términos, como queriendo igualar las dos figuras (art. 505.1 y 505.2).

<sup>79</sup> Resolución de 16 de junio de 2004, del ICAC. Hablaremos detenidamente de ella posteriormente.

Ya desde la introducción del concepto en la Disposición Adicional 34 de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre<sup>80</sup>, la práctica parece coincidir en que el uso del término «valor patrimonial neto» hace referencia al «valor teórico contable»<sup>81</sup>, cuya técnica de valoración consiste en dividir el patrimonio neto de la sociedad entre el número de acciones existentes. Podemos decir que el término de valor neto patrimonial no existe en relación con las acciones, sino con la sociedad; y que la individualización por acciones de ese valor es, realmente, el valor teórico contable.

Esta diferenciación de medición del valor de las acciones entre las sociedades cotizadas y las que no lo son, no implica que no pueda darse la igualdad entre valor razonable y valor teórico contable; al contrario, la norma en ningún caso permite a las sociedades cotizadas emitir a un valor irrazonable, puesto que, de nuevo, impera el principio de adecuación al interés social y la exigencia de motivar el precio establecido de nueva emisión<sup>82</sup>, y si la Junta General estima que el valor razonable es el que eleva al máximo el interés social, será ése el que exijan a los administradores.

Pero para que esta ampliación de la libertad de fijar el precio sea viable, el art. 505 impone unos requisitos, relacionados directamente con el principio de imagen fiel de la empresa: que exista un informe de los administradores y del experto independiente justificando la propuesta, que las cuentas anuales hayan sido formuladas con base en las últimas cuentas auditadas o, en defecto de éstas, de los últimos estados financieros auditados y que las cuentas anuales estén formuladas con base en los principios de contabilidad recogidos en el Código de Comercio.

En verdad, lo que pretende la norma es dotar de libertad a la Junta General y a los administradores, que permitirá una mayor facilidad de colocación de las acciones, siempre con base en la búsqueda del interés de la sociedad.

---

<sup>80</sup> Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social (BOE 313, 31 de diciembre de 1998).

<sup>81</sup> VIVES RUIZ, F., y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho... op. cit.* Además, podemos ver que la práctica societaria también entiende que el art. 505.2 hace referencia al valor teórico contable: Informe de Administradores de Grifols S.A., de 16 de abril de 2013. Se encuentra disponible en el siguiente enlace: <https://www.grifols.com/documents/10180/214109/i-horwath-plm-audidores-308-+506-LSC-es.pdf/0f29f892-bfdb-4c44-bdea-3c0d38db4fb0> (visto el 20/05/2018).

<sup>82</sup> VIVES RUIZ, F., y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho... op. cit.*

## 2.4 El informe del experto independiente

### A) *¿Experto independiente o auditor?*

Si en el interés social era importante el informe de los administradores (que justificaba la medida de la exclusión con base en diversos motivos considerados de interés de la sociedad), en el requisito del valor razonable de las acciones de nueva emisión es el informe del experto independiente el que cobra relevancia.

Si bien es cierto que el concreto apartado que se refiere al precio de emisión (308.2.c) únicamente menciona un «experto independiente», si volvemos a relacionarlo con el art. 308.2.a y hacemos una interpretación conjunta de los dos, vemos que se refiere, casi sin atisbo de duda, a un auditor externo. El apartado a) del art. 308.2 menciona que, para las sociedades anónimas, es necesario que un experto independiente, diferente del auditor de la sociedad, elabore bajo su responsabilidad un informe sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad. Relaciona directamente el concepto de con el de «auditor».

Pero el diferente concepto no puede ser casualidad: el texto original de la LSC incluía expresamente el término «auditor», pero la modificación de 21 de julio de 2015 (en vigor a partir del 1 de enero de 2016) sustituye aquél término por el de «experto independiente».

¿Qué pretendía el legislador con este cambio?

La distinción entre la figura del auditor y la del experto independiente es patente desde mucho antes de la LSC<sup>83</sup>, y la diferencia también existe en los Registros Mercantiles<sup>84</sup>. Es más, la modificación tiene su origen en la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, y se sustituye el término «auditor» por el de «experto» en varios artículos más<sup>85</sup>.

Todo parece indicar que, efectivamente, hay ciertas diferencias.

---

<sup>83</sup> Ya el BOE de 19 de mayo de 1997 publicaba la Resolución del ICAC de 20 de diciembre de 1996, por la que se publicaba la Norma Técnica de Auditoría sobre utilización del trabajo de expertos independientes por auditores de cuentas. En ella se distinguían a los auditores y a otros profesionales con pericia y profundo conocimiento en contabilidad que no fueran auditores, relacionando las profesiones y permitiendo a los auditores pedir ayuda a «no auditores».

<sup>84</sup> Como podemos ver en la página web oficial del Registro Mercantil de Madrid, se diferencian las dos figuras: [https://www.rmercantilmadrid.com/RMM/Servicios/Auditores\\_Expertos.aspx](https://www.rmercantilmadrid.com/RMM/Servicios/Auditores_Expertos.aspx) (29/05/2018)

<sup>85</sup> En la determinación del valor razonable de las transmisiones por actos *inter vivos* (art. 107) y por transmisiones *mortis causa* (art. 127), en la liquidación de usufructo (art. 128) o en la determinación del valor razonable de las acciones de la sociedad a falta de acuerdo entre la sociedad y el socio (art. 353).

Podríamos, en primer lugar, hacer una diferencia conceptual de las figuras; según la Federación Internacional de Contables (IFAC), el experto contable es «aquel empleado o asesor que trabaja en los sectores del ámbito de comercio, industria, servicios financieros, educación, público y sin fines de lucro. [...] Los Expertos Contables apoyan a las organizaciones en una amplia gama de funciones de trabajo, incluyendo el liderazgo y la gestión operativa, control y gestión contable y comunicación contable a las personas interesadas».

El IFAC define al auditor de cuentas como «la persona o personas que realizan la auditoría, normalmente el socio del encargo u otros miembros del equipo del encargo o, en su caso, la firma de auditoría». La Ley de Auditoría de Cuentas<sup>86</sup>, en su artículo 3, define también al auditor de cuentas: «persona física autorizada para realizar auditorías de cuentas por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, conforme a lo establecido en el artículo 8.1, o por las autoridades competentes de un Estado miembro de la Unión Europea o de un tercer país».

Aunque ambos profesionales son expertos en el campo de la contabilidad, el experto contable centra sus conocimientos en formular las Cuentas Anuales y hacer el asesoramiento contable de una empresa; por otro lado, el auditor centra sus conocimientos en corroborar la razonabilidad de los Estados Financieros preparados por la sociedad, con o sin ayuda de un experto contable<sup>87</sup>. Podríamos decir que el experto contable forma parte del día a día de la empresa, mientras que el auditor opera desde un plano de control y supervisión.

Pero la LSC (como otras normas, como la LAC) introduce un cambio en el paradigma del experto contable, dándole la posibilidad de asumir ciertas responsabilidades que antes pertenecían al auditor. Por otro lado, y como consecuencia, el auditor (o más concretamente, las firmas de auditoría) está ofertando servicios que van más allá de la auditoría: consultoría financiera, asesoramiento...

A pesar de lo dicho, recordamos que los auditores han tenido que pasar por un proceso más complejo que el de experto contable para llegar a su puesto: tanto el Máster de Auditoría como la inscripción en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas, que a su vez cuenta con otros requisitos, como superar el examen de aptitud profesional (entre otros). Este proceso es

---

<sup>86</sup> Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

<sup>87</sup> PUIG DE TRAVY, C., «Experto Contable *versus* Auditor» en *Revista de Contabilidad y Dirección*, Vol. 21, 2015, pp. 102-103.

garantía de su formación y asegura a la empresa un más que adecuado cumplimiento de sus servicios.

Aunque parece que la LSC intenta igualar al experto contable y al auditor de cuentas, en el fondo sigue siendo consciente de que hay funciones que sólo el auditor puede realizar, y no hace atisbo de menospreciar su labor. Mientras otorga posibilidades a los expertos contables de ofrecer nuevos servicios, también libera a los auditores de funciones no tan especializadas.

Como conclusión: este cambio en los términos responde a una «liberalización» de la norma, en tanto ofrece más alternativas a las empresas, que ahora pueden optar por contratar a un auditor o a un experto contable. Y esto repercute positivamente en ellas, no sólo porque pueden acceder a un mercado más amplio (con los mejores precios que ello conlleva) sino que también permite al Registrador Mercantil, que tiene que nombrar a un experto diferente del auditor de cuentas, ampliar sus horizontes, minimizando el riesgo de conflictos de interés entre la empresa que quiere excluir el derecho de suscripción preferente y el experto contable que va a valorar las acciones existentes.

#### *B) El papel del informe del experto independiente*

Ya antes de la LSC, el ICAC, viendo necesario mencionarse sobre los aspectos formales de la exclusión del derecho de suscripción preferente, publicó en 2004 la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del art. 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedad Anónimas<sup>88</sup>.

En ella ya se incluyen las funciones del auditor en relación a la exclusión del derecho y también la manera adecuada de calcular el valor razonable de las acciones. Y, especialmente dedica un punto al contenido del informe.

La importancia de este informe reside en la justificación del valor razonable de las acciones, que será la base para concretar el precio de emisión de las nuevas acciones. Si no existe una valoración razonable de las acciones ni una justificación metodológica, falla uno de los requisitos materiales para la válida exclusión del derecho, y sería un acuerdo nulo<sup>89</sup>.

Para evitar esos problemas, el ICAC no sólo ofrece consejos y métodos, sino que ofrece incluso modelos para elaborar los informes: tres modelos, concretamente, el General, el

---

<sup>88</sup> Resolución de 16 de junio de 2004 (BOICAC nº 58).

<sup>89</sup> GARCÍA GREWE, C., *El derecho...* cit. pp. 253-254.

modelo para Sociedades Cotizadas cuando el precio de emisión es distinto del de mercado y superior al valor neto patrimonial, y un modelo para sociedades cotizadas cuando la Junta General de Accionistas ha delegado en los Administradores la ampliación con exclusión del derecho de suscripción preferente.

La función de este informe es, principalmente, la de concretar el precio de emisión de las nuevas acciones, que deberá concluir irremediablemente con el valor razonable de las acciones ya existentes.

Pero este informe carece de sentido sin el informe de los administradores por el que se justifica la exclusión del derecho; ambos informes están interrelacionados, otorgando la protección plena que la ley exige para el socio, que irremediablemente va a verse perjudicado<sup>90</sup>.

Este informe del experto independiente supone un complemento del otro informe pero tiene entidad en sí mismo, ya que salvaguarda los importantes derechos económicos del socio, ya que va a extinguir el riesgo de aguamiento o dilución.

---

<sup>90</sup> «Esta interconexión se aprecia tanto en su contenido, como en la función de los mismos – los dos tienden a tutelas al accionista individual a través de la información – así como en el alcance de éstos en orden a la impugnación del acuerdo». LARGO GIL, R., «Exclusión...» en *Derecho de Sociedades Anónimas...* cit. p.668.

#### **IV. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES**

Después de haber evaluado la normativa española y la comunitaria, habiendo revisado y comparado la doctrina contemporánea a la LSA 1989 y LSRL 1995 con la contemporánea a la LSC, y tras haber logrado comprender cuánto puede afectar un solo artículo al devenir de una sociedad... puedo obtener una serie de conclusiones que no han llegado al final del trabajo, sino que han ido surgiendo a lo largo del mismo.

El primer problema que encontré es que el concepto «interés social» es indeterminado. ¿A qué nos referimos? Es cierto que los administradores van definiéndolo en la dinámica habitual de las empresas, de la manera que ya hemos visto, y los jueces también van aproximando la teoría adecuada, mostrándose laxos a la hora de entender qué se entiende por interés social, pero sigue existiendo una indeterminación que genera inseguridad.

Ciertos sectores de la doctrina entienden que el concepto es indeterminado porque así se quiere que sea, es decir, que la libertad se presuponga y que sean los jueces los que, ante acciones de los socios perjudicados, interpretan en cada sociedad y cada momento lo que debe interpretarse como interés social. Otros sectores preferirían, para una mayor defensa de los intereses de los socios, una mínima delimitación del concepto, aunque ésta se refiera a concretar si queremos una postura institucionalista, contractualista o, como parece que entiende la doctrina, una postura flexible que hace comulgar las dos anteriores.

Por mi parte, si bien es cierto que la indeterminación del concepto permite una máxima libertad para los administradores, que podrán justificar la exclusión del derecho de suscripción preferente sin concretas restricciones, no debemos olvidar que, a veces, demasiada libertad deriva en falta de la misma; que los administradores tengan plena libertad (por la indeterminación del concepto) para excluir el derecho significa que tienen plena libertad para perjudicar a los socios, o para no ponderar en su justa medida los intereses involucrados.

Si el socio necesita acudir a los tribunales para defender sus derechos y no tiene una clara seguridad de que el acto que impugna es contrario al interés social, es evidente que muchas acciones quedarán sin impugnar, con el coste que para el socio puede implicar. De ahí que crea necesario que delimitar el concepto un poco más, incluso en lo más elemental, sea de utilidad y necesidad para el socio.

Tratando de ver ambos puntos de vista, parece que la legislación favorece claramente al empresario aunque permite mecanismos de defensa del socio; en otras palabras, es una legislación justa. Pero en una época de mercantilismo absoluto en el que las sociedades son el medio de desarrollo del entorno, y la importancia que se le va dando a la Responsabilidad Social, quizás se requiere un estudio sobre el concepto para, finalmente, aportar unas notas más de seguridad jurídica.

Otro problema, éste sí de más sencilla resolución, es la incongruencia aparente de la LSC: usa indistintamente las figuras del «auditor» y del «experto independiente», cuando sabemos que son profesionales distintos; usa en iguales términos el valor patrimonial neto y el valor teórico contable, cuando son dos valores que no miden el mismo objeto, como también hace con la asimilación del valor real y el valor razonable.

La norma societaria debería, desde mi punto de vista, ser un poco más rigurosa con estos conceptos, puesto que las inseguridades conceptuales pueden ser fuente de muchos desencuentros.

Es necesaria una abstracción, para comprender si cuando la norma dice «experto independiente», en realidad se refiere a un auditor, a un experto contable, a un economista... Es preciso hacer una interpretación conjunta para no confundir valor real con valor razonable, como incluso parecen necesarios unos mínimos conocimientos contables para saber que el valor patrimonial neto no tiene mucho que ver con el valor teórico contable. Y por eso se requiere una reevaluación de la norma, a fin de modificarla para que exprese lo que el legislador quiera que exprese, y no otra cosa.

Siendo que el precio de emisión, tanto en las cotizadas como en las no cotizadas, supone un requisito material inquebrantable, *afinar el tiro* podría evitar perjuicios al socio, sobre todo en las cotizadas, donde la libertad de fijar el precio de emisión puede ir en contra del socio y de sus derechos económicos.

Pero, superando estos matices, me gustaría quedarme con la idea de que el socio está protegido ante excesos de los administradores: a pesar de las indeterminaciones y aparentes incongruencias, el socio tiene a su alcance no sólo los requisitos materiales para ejercitar sus derechos, sino también los requisitos formales (a los que hemos hecho mínima alusión por no ser objeto del trabajo) para exigir ante el órgano que corresponda la anulación de la ampliación de capital. El socio está protegido, y ésa es la conclusión del trabajo y de la LSC.



## V. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS

### Bibliografía

- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente*, Ed. Civitas, Madrid, 1995
- ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades anónimas*, Ed. McGraw Hill, Madrid, 1995
- BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A. en «Modificación del capital social: aumento de capital» en *La sociedad de responsabilidad limitada*, Bercovitz (coord.), Ed. Aranzadi, 1998
- BERLE, A., «For whom are corporate managers trustees», en *Harvard Law Review*, nº45, 1931-1932, pp. 1365 y ss
- DE LA CUESTA RUTE, J.M., *De nuevo sobre el derecho de suscripción preferente de acciones en las sociedades cotizadas*, Madrid, 11 de octubre de 2010. Disponible en [http://eprints.ucm.es/12140/1/LIBRO\\_AEMEC.pdf](http://eprints.ucm.es/12140/1/LIBRO_AEMEC.pdf)
- GARCÍA COLLANTES, J.M., «Ante el derecho de suscripción preferente: ¿accionistas vs. obligacionistas?» en *El Notario del S. XXI*, núm. 23, enero-febrero 2009
- GARCÍA GREWE, C., *El derecho de suscripción preferente*, Ed. Aranzadi, 2014
- GARRIGUES, J. y URÍA R., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Tomo I, Inst. Est. Políticos Madrid, 1952
- GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952
- HERNÁNDEZ SAINZ, E., «La penúltima reforma del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas. La adecuación del derecho español a la STJCE de 18 de Diciembre de 2008 y otras modificaciones», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº117, 2010
- JENSEN, M.C., y WARNER, J.B., «The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors», en *Journal of Financial Economics*, 20, Harvard University Press, 2000
- LARGO GIL, R., «Exclusión del derecho de suscripción preferente» en *Derecho de Sociedades Anónimas, Tomo III, Vol. I.*, Ed. Civitas, 1994

- LARGO GIL, R., «La exclusión del derecho de suscripción del accionista. (Situación después de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores)» en *Revista de Derecho de Sociedades*, nº14, 2000, pp. 109-195
- LÓPEZ EXPÓSITO, A.J., «Los grupos de sociedades, ¿ámbitos ajenos a responsabilidad ante acreedores y socios?» en *Revista eXtoikos*, nº13, España, 2014
- MERRICK DODD, E., «For whom are Corporate Managers Trustees?», en *Harvard Law Review*, nº45, 1931-1932, pp. 1145 y ss
- PUIG DE TRAVY, C., «Experto Contable versus Auditor» en *Revista de Contabilidad y Dirección*, Vol. 21, 2015
- ROJO FERNÁNDEZ, A. J., en «El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada», *Estudios de Derecho Mercantil, Homenaje al Profesor Justino Duque Domínguez*, Tomo I, Valladolid, 1998
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Ed. Civitas, 1990
- SANDOVAL LÓPEZ, R., *Derecho Comercial, Tomo I, V. II*, Ed. Editorial Jurídica de Chile, 2010
- SENENT VIDAL, M.J., «El concepto de interés social en la cooperativa», en *Revista de Derecho Mercantil*, nº244, Ed. Aranzadi, 2003, pp. 705-724
- SERRANO CAÑAS, J., *El conflicto de intereses en la administración de sociedades mercantiles*, Publicaciones del Real Colegio de España, 2008, Bolonia (Italia).
- VENTORUZZO, M., *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis*, 12 Rich J. Global & Bus. 517, 2013
- VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho de suscripción preferente y su exclusión en las sociedades cotizadas*, La Ley, Madrid, 2010.

### Jurisprudencia

- STJUE (Sala Primera), de 18 de diciembre de 2008, Asunto C-338/06, CCE contra el Reino de España [ECLI:EU:C:2008:740]
- STS 695/2015, de 11 de diciembre, [ECLI: ES:TS:2015:5151]
- STS 991/2011, de 17 de enero de 2012, [ECLI: ES:TS:2012:1686]
- STS 873/2011, de 7 de diciembre, [ECLI: ES:TS:2011:9284]
- STS 186/2006, de 7 de marzo, [ECLI: ES:TS:2006:1353]
- STS 1086/2002, de 18 de noviembre, [ECLI: ES:TS:2002:7624]

- STS 707/2002, de 12 de julio, [ECLI: ES:TS:2002:5233]
- STS de 19 de febrero de 1991, [ECLI: ES:TS:1991:13053]
- SAN (sección 6)<sup>a</sup> 176/2016, de 20 de abril, [ECLI: ES:AN:2016:1647]
- SAP Palma de Mallorca (Sección 5<sup>a</sup>) 30/2017, 7 de febrero, [ECLI: ES:APIB:2017:188]