



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

## **TRABAJO FIN DE MÁSTER**

**Máster de Acceso a la Abogacía y a la Procura**

**ELENA MARÍA ALFARO MARTÍ**

Madrid, España

18 de diciembre de 2024

## ÍNDICE

<b>PARTE 1</b> .....	5
<b>1. Procedimiento sancionador de la CNMC</b> .....	5
<b>2. Reorganización societaria y estructura final</b> .....	13
<b>3. Procedimiento judicial</b> .....	17
3.1 Evaluación del Procedimiento Judicial en Curso .....	18
3.2 Impacto en la Operación .....	19
3.3 Valoración de Honorarios Profesionales .....	20
<b>4. Compromiso de no competencia</b> .....	24
4.1 Duración.....	24
4.2 Objeto del compromiso .....	26
4.3 ¿Notificación a la CNMC sobre la operación? .....	27
4.4 Recomendación final .....	29
<b>PARTE 2</b> .....	31
<b>1. Obligación de lanzar una OPA</b> .....	31
1.1 Supuestos de OPA obligatoria .....	31
1.2 ¿Es posible evitar la OPA obligatoria? .....	32
1.3 ¿En qué condiciones podría articularse la operación de compraventa y por qué porcentaje? .....	34
1.4 Impacto del programa de recompra de acciones.....	35
<b>2. Operación de fusión</b> .....	36
2.1 Articulación de la operación para evitar la OPA obligatoria .....	36
2.2 Calendario de la operación de fusión .....	37
<b>3. Acciones legales de la familia Azcona</b> .....	39
<b>PARTE 3</b> .....	41
<b>1. Programa de Scrip Dividend</b> .....	41
2.1 Proceso de implementación del programa de scrip dividend .....	43
2.2 Fórmula que debe operar por defecto .....	44
2.3 Ventajas y desventajas del programa scrip dividend.....	46
2.4 Cuestiones fiscales sobre el scrip dividend .....	50
<b>2. Otros sistemas como alternativa</b> .....	51
2.1 Phantom Shares .....	51
2.2 Stock options .....	52
<b>EXECUTIVE SUMMARY</b> .....	54

## LISTADO DE ABREVIATURAS

**CC:** Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

**CCom:** Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio.

**LSC:** Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

**LEC:** Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.

**OPA:** Oferta Pública de Adquisición

**EBITDA:** *Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization*. Es un indicador financiero que muestra los resultados antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

**LME:** Ley de Modificaciones estructurales. Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea.

**LDC:** Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

**LGT:** Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria.

**CNMC:** Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

**CNMV:** Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**IRPF:** Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas

**LMV:** Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión

En respuesta a las cuestiones planteadas por Atlas Capital, en el contexto de la operación de adquisición y reorganización de activos de Estrella del Mar, S.A., así como los desarrollos posteriores relacionados con la toma de participación en OceanShip, S.A., este informe, adjuntado a continuación, tiene por objeto analizar los aspectos legales relevantes, evaluar riesgos, proponer estrategias de mitigación y brindar recomendaciones claras y fundamentadas para la toma de decisiones, así como responder a todas las cuestiones planteadas durante las reuniones que hemos mantenido estos últimos meses.

Dada la complejidad y el alcance de las operaciones descritas, hemos estructurado este documento en varias secciones para abordar con precisión los aspectos jurídicos más relevantes. Cada sección incluye un análisis exhaustivo de los riesgos legales, los posibles impactos en las operaciones y las medidas propuestas para garantizar la seguridad jurídica y el éxito comercial de los proyectos.

El informe se centra en los siguientes puntos clave:

- **Parte 1: Desinversión del negocio portuario y reorganización societaria:** evaluamos la estructura del grupo empresarial, proponemos una estrategia de reorganización para facilitar la venta de activos, y analizamos las implicaciones de los riesgos legales existentes, como la investigación de la CNMC y el procedimiento judicial en curso.
- **Parte 2: Toma de participación en OceanShip, S.A.:** exploramos las condiciones legales para evitar la obligación de lanzar una OPA, los requisitos para la posible fusión entre ambas compañías, y el impacto de conflictos accionariales históricos en la implementación de estas operaciones.
- **Parte 3: Plan de retribución accionarial tras la fusión:** guiamos sobre la implementación de un programa de *scrip dividend* y abordamos las posibles limitaciones legales, considerando la oposición de la familia Azcona y sus implicaciones para la gestión del nuevo esquema.

A lo largo del informe, encontrarán nuestras recomendaciones estructuradas, con los cronogramas sugeridos, estrategias de negociación y referencias a la normativa aplicable en cada caso, para facilitar así la implementación de las decisiones y minimizar los posibles riesgos.

## PARTE 1

La sociedad Estrella de Mar S.A. (en adelante, “**Estrella de Mar**”), con domicilio social en Bilbao, es la matriz de un grupo empresarial español con más de 60 años de trayectoria, actualmente enfocada en el transporte internacional de mercancías. A lo largo de su historia, ha operado rutas que conectan los puertos de Bilbao y Coruña con las principales plazas portuarias del norte de Europa y, en ocasiones, el noroeste africano. Aunque comenzó como una empresa dedicada a la gestión portuaria, encargándose de la guía de buques y trabajos de estiba, ha decidido desinvertir en esta área, considerándola no estratégica ante su crecimiento en el transporte de mercancías.

La posibilidad de fusionar Andalusia Harbors S.L. (en adelante, “**Andalusia Harbors**”) con la división de gestión portuaria de Estrella del Mar, buscando crear un grupo económico unificado, presenta los siguientes puntos clave que requieren atención y respuesta por parte de su firma.

### **1. Procedimiento sancionador de la CNMC**

Los procedimientos sancionadores instados por la CNMC por posibles prácticas colusorias podría afectar, en el caso concreto que nos ocupa, a la operación de adquisición de Estrella de Mar por Andalusia Harbors. No obstante, se puede lograr una protección contracual frente a esta contingencia mediante garantías e indemnizaciones establecidas desde un primer momento, desde la formalización de la NBO (“*Non-Binding Offer*”, es decir, la oferta no vinculante) hasta la negociación de las cláusulas del contrato de compraventa final. Asimismo, puede requerirse un seguro de responsabilidad por parte de Estrella de Mar para las sanciones que reciban en un periodo de tiempo establecido.

Además de las protecciones contractuales expuestas y con el fin de amenizar esta contingencia, es recomendable realizar una diligencia exhaustiva y solicitar a la CNMC un informe detallado sobre el procedimiento sancionador en cuestión, examinando los puntos clave para la solución al caso concreto.

Cabe destacar que en la actualidad, la existencia de una competencia efectiva entre las empresas constituye uno de los elementos definitorios de la economía de mercado<sup>1</sup>.

En primer lugar, frente al expediente sancionador iniciado el pasado mes de diciembre de 2023 como consecuencia de las reuniones reiteradas mantenidas entre el jefe de división

---

<sup>1</sup> 28 de mayo de 2024, “Sanciones por infracciones contra la competencia”. Web: [www.dministrativando.es](http://www.dministrativando.es)

de Estrella de Mar y sus correspondientes de otras cuatro empresas, con el objetivo de coordinar su participación en distintas subastas buscando maximizar los beneficios económicos (habiendo influido específicamente en la concesión del puerto de Santander), podría ser causa de imposición de ciertas **sanciones**<sup>2</sup>. Dependiendo de la gravedad de la infracción, las sanciones se dividen en tres niveles:

- Infracciones leves: multas de hasta el 1% del volumen de negocios total.
- Infracciones graves: multas de hasta el 5% del volumen de negocios total.
- Infracciones muy graves: multas de hasta el 10% del volumen de negocios total.

No obstante, si no es posible determinar el volumen de negocios conforme a lo mencionado anteriormente, las sanciones por infracciones a la normativa de competencia se aplicarán según los siguientes rangos:

- Multa de entre 100.000 y 500.000 euros para infracciones leves.
- Multa de entre 500.001 y 10 millones de euros para infracciones graves.
- Multa superior a 10 millones de euros para infracciones muy graves.

Del mismo modo, se debe tener en cuenta si una sociedad no cumple con las resoluciones o medidas dictadas por la CNMC, esta puede imponer sanciones coercitivas (multas diarias acumulativas) para forzar el cumplimiento.

La CNMC tiene la facultad de declarar nulos los acuerdos o prácticas que restrinjan la competencia, como pactos entre empresas para fijar precios, repartirse mercados o limitar la producción. Además, en infracciones calificadas como graves, las empresas sancionadas pueden ser excluidas de la participación en licitaciones públicas o de la recepción de ayudas del Estado durante un periodo de tiempo determinado.

Aunque es una medida menos común, la CNMC puede sancionar a los directivos responsables de las prácticas anticompetitivas con multas personales (hasta 60.000 euros por infracción<sup>3</sup>). A mayor abundamiento y como medida adicional, la CNMC suele publicar las sanciones impuestas a las empresas infractoras, lo que puede dañar su reputación.

Dicho esto, el acuerdo entre empresas para influir en la concesión del puerto de Santander puede ser considerado como un pacto para repartirse mercados o fijar condiciones de

---

<sup>2</sup> Art. 60 y 63 de la LDC.

<sup>3</sup> Art. 63.2 de la LDC.

acceso, prácticas expresamente prohibidas por la normativa de competencia. Por ello, las reuniones reiteradas entre el jefe de división de Estrella de Mar y representantes de otras empresas para coordinar su participación en subastas y maximizar beneficios económicos, especialmente influyendo en la concesión del puerto de Santander, encajarían dentro de **infracciones muy graves**, lo que supondría una multa superior a 10 millones de euros.

Esta clasificación se basa en que este tipo de prácticas anticompetitivas afecta no solo a las empresas competidoras y al mercado general, sino también a los procesos públicos de adjudicación, lo que se considera una de las infracciones más serias por su impacto en el funcionamiento del mercado y los intereses públicos (especialmente, al tratarse de un puerto de tal importancia en el país)<sup>4</sup>.

Adicionalmente, según la LDC, el jefe de división de Estrella de Mar se podría enfrentar a una multa personal de hasta 60.000 euros por su rol en estas prácticas anticompetitivas. Asimismo, la publicación de la sanción por parte de la CNMC afectaría la reputación de Estrella de Mar. Por ejemplo, en una sentencia de abril de 2019, el Tribunal confirmó la multa impuesta a un directivo por su participación en prácticas anticompetitivas, avalando la legalidad de sancionar a personas físicas que, en su calidad de directivos, hayan intervenido en conductas contrarias a la competencia<sup>5</sup>.

Como precedentes de referencia para tener en consideración y valorar estas posibles sanciones, mostramos a continuación algunos ejemplos recientes que se asemejan al supuesto que nos ocupa:

- (i) Sanciones por reparto de licitaciones públicas (mayo 2021): la CNMC multó con un total de 6,3 millones de euros a 22 firmas de consultoría y a varios de sus directivos por repartirse de manera ilícita concursos públicos convocados por distintas Administraciones. Las empresas se organizaron en dos cárteles diferenciados para intercambiar información comercial sensible y adoptar estrategias comunes que les permitieran no competir en las licitaciones<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Reglamento (CE) 1/2003, de 16 de noviembre de 2002, de la Unión Europea, que regula la aplicación de las normas de competencia en el ámbito comunitario.

<sup>5</sup> 1 de abril de 2019, “El Tribunal Supremo avala las multas de la CNMC a directivos de empresas que realicen prácticas anticompetitivas”. Web: [www.poderjudicial.es/cgpj/es/Poder\\_Judicial](http://www.poderjudicial.es/cgpj/es/Poder_Judicial)

<sup>6</sup> 12 de mayo de 2021, “La CNMC multa con un total de 6,3 millones de euros a 22 firmas de consultoría y a varios de sus directivos”. Web: [www.cnmc.es](http://www.cnmc.es).

- (ii) Sanciones a constructoras (julio 2022): la CNMC sancionó con 203,6 millones de euros a seis de las principales constructoras españolas (Acciona, Dragados, FCC, Ferrovial, Obrascón Huarte Lain y Sacyr) por alterar durante más de 25 años miles de licitaciones públicas destinadas a la edificación y obra civil de infraestructuras. Estas prácticas afectaron a concursos para la construcción de hospitales, puertos, aeropuertos y carreteras, entre otros<sup>7</sup>.
- (iii) Sanciones por reparto de contratos de material militar (julio 2023): la CNMC multó con 4 millones de euros a cuatro empresas y seis de sus directivos por manipular licitaciones relacionadas con el suministro, mantenimiento y modernización de material militar. Las empresas involucradas acordaron repartirse los contratos y coordinar sus ofertas, afectando diversas licitaciones públicas<sup>8</sup>.

En definitiva, conforme a dichas posibles sanciones frente a Estrella de Mar, es posible establecer diversas cláusulas para proteger el contrato de compraventa a favor de Andalusia Harbors frente a tales contingencias. A continuación, se muestran las aplicables al caso concreto:

a) Declaraciones y garantías:

El vendedor asegura que la empresa no está involucrada en prácticas anticompetitivas ni ha violado normas regulatorias; no existen sanciones pendientes, ni investigaciones abiertas por la CNMC u otros organismos; todas las licitaciones y contratos fueron obtenidos de forma legal. Esta cláusula especifica qué es lo que está adquiriendo Andalusia Harbors, es decir, el vendedor asegura que la sociedad objeto de la compraventa es tal como ha sido descrita por el vendedor, así como todos los documentos aportados.

De nuevo, las declaraciones y garantías que haga el vendedor frente a la parte compradora pueden garantizarse (así Andalusia Harbors se aseguraría de que la “promesa” del vendedor se cumplirá) mediante los avales a primera demanda, mediante el depósito de

---

<sup>7</sup> 7 de julio de 2022, “La CNMC multa con 203,6 millones a 6 de las principales constructoras de nuestro país por alterar durante más de 25 años el proceso competitivo en las licitaciones de construcción de infraestructuras”. Web: [www.cnmc.es](http://www.cnmc.es).

<sup>8</sup> 25 de julio de 2023, “La CNMC multa a cuatro empresas y a seis directivos por repartirse varias licitaciones del Ministerio de Defensa a través de dos cárteles”. Web: [www.cnmc.es](http://www.cnmc.es).



una cantidad de dinero en una cuenta bancaria bloqueada (*escrow*)<sup>9</sup> o mediante los seguros de cumplimiento.

La figura del *escrow* es la mejor opción de garantía para la operación que nos ocupa. Sin embargo, hay una alternativa similar que es el llamado *holdback*. En términos generales, el *escrow* y el *holdback* persiguen el mismo objetivo: retener una parte del precio de compra para garantizar el cumplimiento de las obligaciones asumidas o cubrir posibles incumplimientos. La diferencia principal radica en quién administra esa cantidad retenida. En el caso del *escrow*, el dinero queda bajo la custodia de un tercero independiente, como un banco o una entidad fiduciaria. Por otro lado, en el *holdback*, es el propio comprador quien conserva directamente esa porción del pago<sup>10</sup>.

Por lo general, el vendedor va a defender que se opte por el *escrow*, ya que pese a ser más oneroso, genera más seguridad frente a la operación. Por ejemplo, una parte del precio de compraventa (10-20%) se depositará en el banco durante un período determinado (2-5 años) para cubrir las potenciales contingencias derivadas de las sanciones. Sin embargo, dependiendo de la sencillez, riesgo, relación entre las partes y cuantía de la operación, puede hacer que se opte por el *holdback* para agilizar el cierre.

#### b) Los seguros de R&W

En relación con la cláusula protectora anteriormente expuesta, el uso de pólizas de seguro R&W en una operación como la que nos ocupa, ha aumentado notablemente, especialmente en operaciones con fondos de capital riesgo o en subastas. Esto se debe a la simplificación del proceso de contratación, la reducción de primas gracias a la competencia y la prevalencia de un mercado vendedor.

Es de especial importancia revisar la póliza antes de firmar el contrato para asegurar una alineación con las voluntades de Andalusia Harbors y fijar las responsabilidades que recaen en el vendedor, considerando límites, plazos y alcance de la cobertura. Las pólizas pueden ser: (i) sin recurso al vendedor, donde este no asume responsabilidad frente al comprador salvo excepciones puntuales (como declaraciones de título y capacidad), y el comprador solo puede reclamar al seguro R&W; o (ii) con recurso al vendedor, donde se

---

<sup>9</sup> 27 de julio de 2021, Jesús Alfaro, “La compraventa de empresas (iii): Contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”. Web: [www.almacenederecho.org](http://www.almacenederecho.org)

<sup>10</sup> 12 de abril de 2024, Andrés Felipe Fonseca Struss, “¿Escrow o Holdback? Esa es la Cuestión”. Web: [www.asuntoslegales.com.co](http://www.asuntoslegales.com.co)

establece en el contrato los umbrales y límites de responsabilidad, siendo el vendedor responsable dentro de esos parámetros<sup>11</sup>.

c) Cláusula de indemnidad

Esta cláusula, conocida como *specific indemnity*, es un mecanismo de compensación para el comprador, independiente del régimen de declaraciones y garantías, diseñado para abordar contingencias particularmente relevantes y previamente identificadas antes de la firma del contrato de compraventa de una empresa, por lo general al realizar la *due diligence*. Su propósito es proteger al comprador frente al riesgo de que dichas contingencias se materialicen después del cierre de la transacción.

Esta cláusula sería la mejor opción para indemnizarse de las contingencias existentes de Estrella de Mar, ya que asegura el resto de la operación quedando el vendedor obligado a asumir íntegramente el daño económico de dichas contingencias. Simplemente, hay que establecer y acreditar el daño y la relación de causalidad<sup>12</sup>.

d) Covenants

Esta cláusula conocida directamente con su terminología inglesa, se trata de unos pactos temporales diseñados para gestionar el intervalo, más o menos extenso, entre la formalización y la ejecución de la compraventa (*signing and closing*), motivado principalmente por la necesidad de obtener autorizaciones (como las de la CNMC) o realizar operaciones en el mercado de valores, como el lanzamiento de una OPA.

e) Cláusula de condición suspensiva y resolutoria

En primer lugar, cabe tener en cuenta que, para la inclusión de estas condiciones en el contrato de compraventa, es necesario que ambas partes estén de acuerdo. Sin embargo, no todas las condiciones son aceptables. Para ser válidas, deben cumplir ciertos requisitos legales: (i) el evento previsto como condición debe ser posible, ya que una condición imposible haría que el contrato no pudiera producir efectos, lo que lo invalidaría; (ii) no debe contravenir las leyes ni las normas de moralidad; (iii) no puede quedar sujeta

---

<sup>11</sup> Abril 2023, Cuatrecasas, “10 claves en la litigación de M&A”. Página 5 (pdf).

<sup>12</sup> Abril 2023, Cuatrecasas, “10 claves en la litigación de M&A”. Página 4 (pdf).

exclusivamente a la voluntad de una de las partes, ya que esto implicaría un abuso de control sobre el contrato<sup>13</sup>.

En relación con la última cláusula explicada anteriormente, se pueden incluir las cláusulas suspensivas o resolutorias, en el caso de que la empresa no posea, al momento de la ejecución del contrato (*closing*), las cualidades o condiciones establecidas en el momento de su celebración (*signing*). Igualmente, estas cláusulas pueden incluirse para proteger otros aspectos, con el fin de resolver el contrato si la operación no se lleva a cabo según lo previsto por las partes por cualquier otra causa. Sin embargo, aunque parezcan similares, cabe diferenciar ambas cláusulas:

La condición suspensiva es un suceso futuro o eventual, que determina la eficacia del contrato de compraventa, de tal forma que las obligaciones quedan paralizadas o suspendidas hasta el cumplimiento de la condición. Dicho de otro modo, es aquella que hace depender la efectividad del contrato y la exigibilidad de las obligaciones nacidas del mismo, de un suceso eventual o futuro. En el contexto que nos ocupa, por ejemplo, para llevar a cabo operaciones como las fusiones o adquisiciones, es necesario obtener la autorización de las autoridades de competencia para asegurar que la operación no afecta negativamente al mercado. En la sentencia del Tribunal Supremo de 28 de octubre de 2013, se analizó un contrato de compraventa de participaciones sociales que incluía como condición suspensiva la obtención de una autorización administrativa necesaria para la transmisión<sup>14</sup>. Otros ejemplos, serían la inclusión de una condición suspensiva que dependa de la obtención de una licencia administrativa (por ejemplo, para realizar una obra) o condicionar la eficacia del contrato a la obtención de un informe favorable de *due diligence* por parte del comprador.

Por otro lado, la condición resolutoria es aquella que devenga ineficaz un contrato ya consentido en base al acaecimiento de un hecho también futuro e incierto en el momento de contratar. Como ejemplo en base al contexto que nos ocupa, esta cláusula protegería a ambas partes ante la posibilidad de que la CNMC no autorice la operación o imponga condiciones que alteren significativamente los términos acordados. Al establecer una

---

<sup>13</sup> 20 de noviembre de 2020, “Diferencia entre condición suspensiva y resolutoria”. Web: [www.vbbabogados.com](http://www.vbbabogados.com).

<sup>14</sup> Mayo 2014, Francisco Redondo Trigo, “Conditio iuris o condición suspensiva en los contratos de compraventa de empresa en la sentencia del Tribunal Supremo, de 28 de octubre de 2013”. Web: [www.vlex.es](http://www.vlex.es)

condición resolutoria, permitiría que el contrato se resolviera automáticamente, y las partes retornen a su situación previa, evitando así conflictos legales y financieros adicionales<sup>15</sup>.

f) Cláusula MAC (*Material Adverse Change or Effect*)

Esta última cláusula es la más severa. Permite al comprador cancelar la adquisición o renegociar términos si surge un evento adverso significativo, como una sanción inesperada o una investigación. La incorporación de esta cláusula dependerá del riesgo de la operación en base a la *due diligence* efectuada con anterioridad a la formulación del contrato. En este caso, Andalusia Harbors ya es conocedora del procedimiento sancionador de la CNMC contra Estrella de Mar, por lo que ya está presente y, habiendo realizado una exhaustiva *due diligence*, la posibilidad de que surgiese una sanción y/o investigación nueva sería más bien mínima.

Por ejemplo, para proteger al comprador de las posibles sanciones de la CNMC en el contrato de compraventa, se recomienda que en el mismo se incluyan las siguientes cláusulas: (i) Representaciones y Garantías (**R&W**): así, el vendedor puede asegurar que la empresa ha cumplido con todas las leyes de competencia y que no existen investigaciones o sanciones pendientes por parte de la CNMC, o cualquier otro hecho cierto; (ii) cláusula de indemnización (**Indemnity**): el vendedor se compromete a indemnizar al comprador por cualquier sanción o coste derivado de infracciones de competencia anteriores a la compra, incluyendo multas, gastos legales y daños reputacionales; (iii) establecer una cuenta de garantía (**Escrow**): con esta retiene una parte del precio establecido de compraventa en una cuenta bancaria durante un período determinado para cubrir posibles contingencias; (iv) incluir, en caso de duda, una cláusula de Cambio Material Adverso (**MAC**); (v) incluir un seguro de representaciones y garantías, es decir, contratar una póliza de seguro que cubra los posibles incumplimientos de las declaraciones y garantías, incluyendo los aspectos relacionados con la competencia.

En conclusión, la recomendación definitiva que damos es la de incluir como protección contractual, además de las declaraciones y garantías iniciales (*R&W*), indudablemente: un cláusula *Indemnity*, establecer un depósito de entorno al 20% del precio de la

---

<sup>15</sup> 21 de noviembre de 2024, “Contrato de compraventa con condición resolutoria”. Web: [www.iberley.es](http://www.iberley.es)

compraventa en un banco (*Escrow*), incluir como extra una cláusula *MAC* (probablemente, la parte vendedora la quiera rechazar) y finalmente, contratar una póliza de seguro que cubra posibles incumplimientos de las declaraciones y garantías. Esta combinación, desde una perspectiva legal, resulta la más beneficiosa para la Andalusia Harbors, ya que ofrece la mayor protección frente a las consecuencias descritas e inciertas para Andalusia Harbors.

## **2. Reorganización societaria y estructura final**

Estrella del Mar, S.A. es una empresa que se dedica principalmente al transporte de mercancías y que cuenta con una estructura societaria compleja. Además de ser titular de la concesión del puerto de Bilbao, también posee un contrato de arrendamiento con Barcos Anton, S.L. para el uso de su flota de remolcadores. Asimismo, cuenta con una filial, Estrella Gestión Puertos, S.L.U. (en adelante, “**Estrella Gestión Puertos**”, que gestiona las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander. Por último, también es propietaria de Estrella Marruecos, S.L.U., que opera la ruta de transporte de mercancías entre Bilbao y Casablanca.

La estructura societaria actual de Estrella de Mar, se muestra de la siguiente manera:

- a) **Estrella del Mar, S.A.** (Sociedad matriz)
  - Titular de la concesión del puerto de Bilbao.
  - Contrato de arrendamiento con Barcos Anton, S.L. para el uso de remolcadores.
  - Gestiona el personal especializado en tierra y el equipo de dirección.
  - Principal actividad: transporte de mercancías.
- b) Sociedades participadas de Estrella del Mar, S.A.:
  - **Estrella Gestión Puertos, S.L.U.** (100% propiedad de Estrella del Mar, S.A.)
    - o Titular de las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander.
    - o Gestiona activos relacionados con estas plazas.
  - **Estrella Mercancías, S.L.U.** (100% propiedad de Estrella del Mar, S.A.)
    - o Societaria cabecera de la ruta de transporte de mercancías entre Bilbao y Casablanca.
    - o Sociedad participada:
      - **Estrella Marruecos, S.L.U.** (100% propiedad de Estrella Mercancías, S.L.U.): es titular de la concesión del puerto de Casablanca y gestiona medios materiales y humanos en Marruecos.

La reorganización solicitada tiene como objetivo que la totalidad de la actividad objeto de adquisición quede bajo el control de Estrella Gestión Puertos, la cual será la sociedad objeto de la compraventa. Dado que el vendedor se opone a realizar cualquier tipo de venta intragrupo, es fundamental diseñar una estructura que cumpla con este requisito y que facilite el proceso de adquisición, minimizando riesgos y optimizando la eficiencia de la transacción.

Para que Estrella Gestión Puertos controle toda la actividad relacionada con los puertos (Ferrol, Santander, y el puerto de Casablanca), se propone que la totalidad de los activos relacionados con las concesiones portuarias y los recursos humanos necesarios para la operativa de cada puerto (Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca) sean transferidos a Estrella Gestión Puertos, sin necesidad de que las operaciones se realicen dentro del mismo grupo o entre sociedades intragrupo.

Dicho esto, la propuesta de reorganización societaria será la **fusión por absorción**: Estrella Gestión Puertos, S.L.U. absorberá a Estrella del Mar, S.A., a Estrella Mercancías, S.L.U., y a Estrella Marruecos, S.L.U., integrando así todos los activos y pasivos de estas entidades en una sola sociedad.

Brevemente, el proceso de fusión por absorción implica varias etapas clave: primero, la elaboración de un proyecto común de fusión que detalla los términos y condiciones de la operación, abarcando aspectos financieros, legales y operativos; seguido por la emisión de informes por parte de los administradores y, en su caso, de expertos independientes, quienes evalúan la justificación y equidad de la fusión para todas las partes involucradas; posteriormente, cada sociedad convoca a su junta general para aprobar la fusión conforme a los requisitos legales y estatutarios; finalmente, se procede a la formalización de la fusión mediante escritura pública ante notario y su inscripción en el Registro Mercantil, otorgándole plena eficacia jurídica.

Cabe tener en cuenta que sería fundamental acogerse al régimen fiscal especial previsto en los artículos 76 a 86 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (LIS), que permite la neutralidad fiscal en operaciones de reestructuración, siempre que exista un motivo económico válido más allá del ahorro fiscal.

Finalmente, la estructura del grupo ya reorganizado, tras la implementación del proceso de fusión por absorción para centralizar todas las actividades en Estrella Gestión Puertos, S.L.U., será la siguiente:

**Estrella Gestión Puertos, S.L.U.** será la **única sociedad operativa**, actuando como sociedad matriz y controlando todos los activos, operaciones y pasivos previamente distribuidos entre las diferentes sociedades. Las demás sociedades (Estrella del Mar, S.A., Estrella Mercancías, S.L.U. y Estrella Marruecos, S.L.U.) quedarán disueltas sin liquidación como consecuencia de la fusión, transfiriendo en bloque sus patrimonios (activos, pasivos y concesiones) a Estrella Gestión Puertos, S.L.U. Finalmente, las actividades del grupo, que incluyen las concesiones portuarias (Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca), la gestión de personal y medios materiales, y los contratos clave (como el arrendamiento con Barcos Anton, S.L.), estarán completamente integradas y centralizadas bajo Estrella Gestión Puertos, S.L.U., garantizando mayor simplicidad y eficacia operativa.

El objetivo es tener una estructura societaria más ágil, simplificada y adecuada para ser objeto de compraventa, cumpliendo con los requisitos del grupo vendedor y asegurando la continuidad de las operaciones en una única entidad jurídica.

Por otro lado, el calendario de la reorganización debe ser ajustado y eficiente para asegurar que todas las transferencias de activos y recursos estén en marcha antes del cierre de la compraventa. A continuación se presenta un calendario estimado con las principales fases que se llevarán a cabo, en el año que transcurrirá, si todo va bien, entre la firma y el cierre de la operación:

Fase	Ejecuciones	Plazo estimado
Planificación y preparación	Revisión del alcance de la reorganización; identificación de activos; contratos y concesiones; análisis de impactos regulatorios, fiscales y laborales; diseño de documentos de transferencia; solicitud de autorizaciones.	1º-3º mes
Ejecución	Transferencia de la concesión del puerto de Bilbao; reasignación del contrato con Barcos Anton, S.L.;	4º-9º mes

	transferencia de personal especializado; reorganización de Estrella Mercancías y Estrella Marruecos.	
Consolidación y validación	Verificación de la integración completa de activos y actividades en Estrella Gestión Puertos; ajustes administrativos, operativos y financieros; generación de reportes de cumplimiento para el comprador.	10º-11º mes
Revisión pre-cierre	Confirmación de registros correctos de activos y concesiones; validación de trámites con autoridades; preparación de documentación para el cierre.	12º mes

Finalmente, es necesario destacar las cauteladas consideraciones legales que deben tenerse en cuenta durante el proceso de reorganización y adquisición:

- a) Revisión de las concesiones: Es crucial que todas las concesiones portuarias sean revisadas y aprobadas para la cesión a Estrella Gestión Puertos, especialmente en lo que respecta a las condiciones contractuales de las concesiones de los puertos de Ferrol, Santander y Casablanca. Estas concesiones suelen implicar cláusulas específicas que podrían afectar la transferencia de los derechos.
- b) Aprobaciones regulatorias: Es posible que se requieran aprobaciones de autoridades locales o portuarias para la transferencia de activos o la modificación de los contratos existentes. Se recomienda prever tiempo suficiente para este tipo de aprobaciones.
- c) Impacto en el personal: La transferencia de personal especializado (en particular en las operaciones del puerto de Casablanca) debe gestionarse conforme a la legislación laboral aplicable, especialmente en relación con los derechos de los empleados y las posibles negociaciones sindicales.



- d) Cobertura en el contrato de compraventa: Se deben solicitar las debidas coberturas en el contrato de compraventa para proteger a Estrella Gestión Puertos contra cualquier contingencia derivada de la reorganización. Esto incluye asegurar que cualquier obligación derivada de las concesiones, contratos laborales o de proveedores se asuma adecuadamente.
- e) Cualquier ajuste en la relación con Barcos Anton, S.L. debe formalizarse correctamente para garantizar que no haya brechas operativas durante el periodo de reorganización.

### **3. Procedimiento judicial**

La existencia de un procedimiento judicial en el marco que se está tratando, es una contingencia poco común pero muy relevante cuando se da el caso. En este caso concreto, gracias a la *due diligence* realizada, se muestra la existencia de un procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros SA, por la reclamación de 36.000€ en concepto de daños causados por una grúa pórtico propiedad de Estrella del Mar durante los trabajos de estiba en el puerto de Bilbao.

Dicho procedimiento judicial en curso representa un pasivo contingente que podría impactar negativamente la valoración de Estrella del Mar y, en consecuencia, las condiciones de la fusión. Es crucial analizar la probabilidad de una resolución adversa y el posible impacto financiero derivado. Además, sería prudente incluir en el contrato de fusión cláusulas que contemplen estas contingencias, tales como garantías específicas o una *specific indemnity* (contemplada en el apartado c) de la cuestión anterior), con el objetivo de mitigar los riesgos asociados.

Por ello, aunque el monto reclamado no es elevado en referencia al EBITDA de la sociedad, la existencia de un litigio puede afectar la percepción de clientes, socios y autoridades portuarias, lo que podría tener implicaciones en la reputación y las operaciones de la entidad fusionada. A continuación, se muestran los aspectos clave a tener en cuenta por parte de Atlas Capital:

### 3.1 Evaluación del Procedimiento Judicial en Curso

El primer paso es evaluar la naturaleza y el alcance del procedimiento judicial en curso, ya que tiene implicaciones directas en el valor y el riesgo de la operación. Según la legislación española, en particular el Código Civil y la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro, así como la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil (LEC), el hecho de que exista un procedimiento judicial de reclamación indica que la aseguradora está buscando obtener una compensación por daños ocasionados, lo que implica que la responsabilidad de Estrella del Mar podría ser evaluada dentro del marco de su actividad profesional.

El artículo 1902 del CC establece que la persona que causa un daño, ya sea por acción u omisión, está obligada a reparar el perjuicio causado. En este caso, Estrella del Mar podría estar sujeta a dicha responsabilidad si se demuestra que la grúa pórtico de la que es propietaria, fue la causa directa de los daños en la plataforma elevadora, pudiendo ser esto debido a una negligencia o a un mal uso durante las labores de estiba de los trabajadores de la sociedad.

A mayor abundamiento, la acción de Generalí Seguros S.A. está amparada por el artículo 43 de la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro, ya que, tras indemnizar a su asegurado, la aseguradora está legitimada para reclamar a la sociedad Estrella del Mar la compensación por los daños ocasionados.

Sobre la reclamación judicial, como se ha comunicado, la aseguradora Generali Seguros S.A. inició un procedimiento judicial hacia Estrella del Mar por daños. De acuerdo con la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEC), la parte demandante (Generali Seguros S.A.) ha planteado una acción ante el juez competente, quien evaluará los elementos probatorios para determinar la responsabilidad y la indemnización correspondiente. En este contexto, la existencia del procedimiento puede ser vista como un factor de riesgo que podría implicar un impacto en la operación, ya que se podría generar una condena pecuniaria o acuerdo de pago, afectando a la liquidez de Estrella del Mar. Por ello, deberá ajustarse el precio de la operación o, como es lo habitual y recomendable, incluir una cláusula contractual que proteja al comprador, Atlas Capital.

### 3.2 Impacto en la Operación

Durante el proceso de *due diligence* de la parte compradora, además de haber descubierto la existencia del procedimiento judicial, es esencial ir más allá y valorar cómo este litigio puede afectar a la operación de fusión.

En cuanto a la vertiente económica, dependiendo del resultado del juicio o la resolución del litigio (por ejemplo, un acuerdo extrajudicial de conciliación o mediación, o una sentencia condenatoria), Estrella del Mar podría enfrentarse a la obligación de pagar la indemnización reclamada. Esto afectaría directamente a su situación financiera y podría influir en el precio de adquisición o la valoración de la empresa. Igualmente, este litigio en curso debe ser considerado como una contingencia potencial, lo cual podría influir en la viabilidad de la operación, en cuanto a la asunción de responsabilidades por parte del comprador o el ajuste de los términos del contrato.

Por todo ello, debido al impacto que puede suponer este procedimiento litigioso, el comprador, Atlas Capital, podría solicitar garantías o la inclusión de cláusulas específicas en el acuerdo de adquisición (como una *specific indemnity*), que contemplen la eventualidad de un pago futuro por este litigio, o incluso, aunque es menos probable debido al resultado incierto del litigio a la hora de redactar las cláusulas contractuales de protección, una reducción del precio de compra en función de la posible condena. Esta última podría aplicarse si se tuviese algún indicio de probabilidad alta sobre la sentencia condenatoria de Estrella del Mar.

Seguidamente, cabe tener en cuenta que en este procedimiento judicial, debido a su complejidad, deben intervenir profesionales externos a la operación y expertos la materia objeto del litigio en curso. Por ello, en este caso concreto, deberían intervenir varios profesionales para proporcionar una valoración adecuada y un asesoramiento legal específico. A continuación, se muestran los profesionales necesarios que recomendamos para obtener el mejor resultado posible:

- Abogado especializado en seguros: Un abogado con experiencia en responsabilidad civil, seguros y litigios mercantiles, es decir, un procesalista que se dedique a la litigación en materia de seguros, concretamente de la rama mercantilista. Este deberá encargarse de evaluar el litigio pendiente, así como de asesorar sobre la exposición legal de Estrella del Mar frente a Generali Seguros. Además, deberá gestionar la posible negociación del litigio y su resolución.

- Abogado especializado en fusiones y adquisiciones (M&A): Un abogado experto en derecho corporativo, en fusiones y adquisiciones, que deberá analizar el impacto del litigio en la estructura de la transacción y ofrecer recomendaciones sobre las condiciones de la fusión, incluida la negociación de cláusulas de indemnización o ajuste de precio por contingencias legales. A este, se le deberá sumar un experto financiero que efectúe las pérdidas económicas que supondría la sentencia condenatoria a Estrella del Mar.
- Perito especializado en daños a máquinas del tipo que nos ocupa: El curso del litigio involucrará cuestiones técnicas relacionadas con los daños ocasionados a la plataforma elevadora, los cuales un perito especializado en daños materiales podrá proporcionar una evaluación más precisa sobre el alcance del daño y la viabilidad de la reclamación, estableciendo una cuantía que el abogado podrá defender ante la Sala<sup>16</sup>.
- Auditor financiero: evaluará el impacto financiero de la posible condena o acuerdo en los estados financieros de Estrella del Mar y podrá identificar otros pasivos potenciales relacionados.

### 3.3 Valoración de Honorarios Profesionales

En cuanto al coste que supondrían los servicios de estos profesionales, los honorarios de los profesionales involucrados dependerán de varios factores, como la complejidad del litigio, la duración del proceso, el tipo de servicios prestados, las horas dedicadas a este procedimiento, y a lo dispuesto en el mercado del país.

En primer lugar, en cuanto al abogado especializado en responsabilidad civil y seguros, los honorarios podrían variar entre 150€ a 300€ por hora, dependiendo de la experiencia del abogado y la complejidad del caso. En segundo lugar, el abogado especializado en operaciones de fusión entre empresas, probablemente vaya a ser lo más costoso, ya que suelen cobrar tarifas por hora que varían entre 200€ a 400€ dependiendo de la firma de abogados y la experiencia y reputación. En una transacción de fusión de alto nivel, los honorarios pueden ser más elevados. Por último, en cuanto al perito especializado en los daños que nos ocupan, los costes de un perito pueden variar dependiendo de su especialización y el tipo de análisis/informe necesario. Normalmente, las tarifas rondan entre 100 € y 250€ por hora.

---

<sup>16</sup> Art. 335 de la LEC.

En cuanto a los honorarios del auditor financiero que vaya a participar en el análisis de este caso concreto, variará entre 1.000 € y 1.500 €, dependiendo las horas que vaya a invertir, cuya estimación nuestra es de diez horas. Asimismo, la intervención de un procurador es clave en un procedimiento judicial de esta índole, y sus honorarios están determinados por el Real Decreto 434/2024, de 30 de abril, por el que se aprueba el arancel de derechos de los profesionales de la Procura, estableciendo como referencia la cuantía que se reclama en el procedimiento, en vez de calcular las horas de trabajo invertidas.

Además, es importante destacar que estos montos son estimaciones y pueden variar según la región, la complejidad del caso y la reputación de los profesionales involucrados. Se recomienda solicitar presupuestos detallados a cada profesional para obtener una cifra más precisa.

Finalmente, el procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros S.A. es un factor clave en el análisis de la operación de fusión, y debe ser evaluado cuidadosamente durante y después del proceso de *due diligence*. La consecuencia principal es la de la obligación de indemnizar a la aseguradora, lo que podría afectar la situación financiera de Estrella del Mar y, en consecuencia, influir en el precio de adquisición o en los términos base de la transacción. Por ello, es fundamental la intervención de abogados especializados en responsabilidad civil y seguros, en derecho mercantil (fusiones y adquisiciones), así como de peritos técnicos expertos en la materia que nos ocupa. Los honorarios de estos profesionales deberán ser evaluados en función de la complejidad y el alcance de los servicios requeridos, teniendo como referencia las cuantías indicadas anteriormente.

En conclusión, debido al alcance que puede tener este procedimiento judicial en las operaciones que desea iniciar Atlas Capital, se muestra a continuación un cuadro resumen con el coste estimado de esta contingencia:

Concepto	Descripción	Coste estimado
Indemnización en caso de Sentencia estimatoria	Cantidad reclamada por Generali Seguros SA por los daños sufridos en la plataforma elevadora.	36.000 €

Honorarios de abogado especializado en responsabilidad civil y seguros	Tarifas por hora: 150 € - 300 €. Se estima que la intervención del abogado será de 20-30 horas dependiendo de la complejidad del caso.	3.000 € - 9.000 €
Honorarios de perito especializado en seguros	Tarifas por hora: 100 € - 250 €. Se estima una intervención de 15-25 horas para la valoración de los daños y la viabilidad de la reclamación.	1.500 € - 6.250 €
Honorarios del auditor financiero	Tarifas por hora: 100€ - 150 €. Se estima una intervención de 10 horas.	1.000 € - 1.500 €
Gastos judiciales y administrativos	Costes asociados al procedimiento judicial, incluidas tasas judiciales <sup>17</sup> , gastos de procurador, costas <sup>18</sup> , y otros gastos procesales. Estimación general.	1.000 € - 3.000 €
<b>Total estimado</b>		<b>46.500 € - 71.750 €</b>

En suma de lo analizado sobre las contingencias acabadas de exponer (apartados 1 y 3), la posible sanción de la CNMC y el procedimiento judicial iniciado, de cara a la firma (*signing*) de la transacción, sería recomendable analizar y negociar cuidadosamente el precio, considerando las contingencias identificadas, como la sanción de la CNMC (apartado 1) y el procedimiento judicial en curso (apartado 3). En este contexto, podría

<sup>17</sup> Real Decreto-ley 3/2013, de 22 de febrero, por el que se modifica el régimen de las tasas en el ámbito de la Administración de Justicia y el sistema de asistencia jurídica gratuita.

<sup>18</sup> Art. 241 y ss. de la LEC.

ser útil explorar mecanismos como el *earn-out*, que ajusta el precio en función de resultados futuros, o el modelo *locked box*, que fija el precio en una fecha determinada, para equilibrar riesgos y garantizar una valoración justa para ambas partes<sup>19</sup>.

Por un lado, el mecanismo de *locked box* es un modelo de fijación de precio en las operaciones de compraventa de empresas basado en un balance de referencia, auditado y cercano a la fecha de firma del contrato. Este balance refleja la situación financiera de la empresa en una fecha anterior al cierre, y el precio acordado permanece inmutable desde esa fecha, salvo en casos excepcionales, como ajustes por *leakages* (transferencias indebidas de valor desde la empresa al vendedor, dividendos o pagos a directivos). Asimismo, el precio *locked box* disocia la fecha de transmisión legal de la fecha económica. La propiedad legal del negocio se transfiere al comprador en la fecha de *cierre*, pero el riesgo económico y las oportunidades financieras del negocio se trasladan al comprador desde la fecha del balance de referencia.

Este método beneficia principalmente al vendedor, ya que ofrece una mayor certeza sobre el importe a recibir. Sin embargo, también puede ser favorable para el comprador al simplificar el cálculo del precio y reducir posibles conflictos post-cierre. Igualmente, es más adecuado para negocios con flujos de caja estables y predecibles. Sin embargo, en transacciones más complejas, como los *carve-outs* (separación de una unidad de negocio), puede ser preferible un ajuste posterior al cierre para capturar mejor el valor real del negocio.<sup>20</sup> Por ello, para el caso que nos ocupa, será mejor establecer un precio en base al mecanismo *earn-out*.

El mecanismo *earn-out* es una cláusula en los contratos de compraventa de empresas que permite ajustar el precio de la transacción en función del rendimiento futuro del negocio adquirido. Este mecanismo es especialmente útil cuando existe incertidumbre sobre el valor real de la empresa o discrepancias entre comprador y vendedor respecto a su valoración. En esta línea, el precio total de la compraventa se divide en un pago inicial fijo, que el comprador abona al vendedor en el momento de la adquisición, y un pago variable adicional, que el vendedor puede recibir si la empresa alcanza ciertos objetivos

---

<sup>19</sup> “Ajuste de precio y *locked box* en operaciones de compraventa”. Web: [www.jlcasajuaanabogados.com](http://www.jlcasajuaanabogados.com)

<sup>20</sup> 2016, Javier Tortuero Ortiz, Uría Menéndez, "Manual de fusiones y adquisiciones de empresas ", edición no 1, La Ley (pdf).

de rendimiento previamente establecidos durante un período determinado tras la adquisición.<sup>21</sup>

Los objetivos suelen basarse en métricas financieras como el EBITDA (Beneficio antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones), ingresos o beneficios netos. Por ejemplo, las partes pueden acordar que si la empresa logra un EBITDA específico en los años posteriores a la compra (normalmente entorno al límite de 2 años), el vendedor recibirá pagos adicionales<sup>22</sup>.

En consecuencia, este mecanismo puede beneficiar tanto al vendedor como al comprador, ya que permite al vendedor maximizar el precio de venta si el negocio cumple o supera las expectativas, mientras que para el comprador reduce el riesgo inicial al vincular parte del precio a la consecución de resultados esperados, garantizando así un pago acorde al desempeño real del negocio.

#### **4. Compromiso de no competencia**

En este caso, el compromiso de no competencia por parte del grupo vendedor es una medida común en operaciones de esta naturaleza, pero implica varios aspectos legales y regulatorios que deben ser cuidadosamente considerados, sobre todo si la operación está sujeta a la aprobación de la CNMC. Complementariamente, sugerimos reforzar el contrato con medidas como acuerdos de confidencialidad (*non-disclosure agreement*).

El compromiso de no competencia que se solicite para cinco años, debe cumplir con ciertos requisitos legales para ser válido y ejecutable. En concreto, debe ajustarse a las siguientes condiciones:

##### **4.1 Duración**

En general, un compromiso de no competencia no debe ser excesivamente largo. En este caso, cinco años es un plazo relativamente largo, pero podría ser aceptable si está bien justificado en función de la naturaleza del negocio y la protección de los intereses del comprador.

---

<sup>21</sup> “Formas de pago en la compraventa de una empresa: la cláusula *earn out*”. Web: [www.onetooncf.com/es](http://www.onetooncf.com/es)

<sup>22</sup> 23 de octubre de 2024, José María Cabrales Acosta, “Cláusulas de *earn out* en operaciones de compraventa de empresas: herramienta eficaz para minimizar el riesgo en transacciones”. Web: [www.diariolaley.laleynext.es/Content/Inicio.aspx](http://www.diariolaley.laleynext.es/Content/Inicio.aspx)



Según la jurisprudencia y la práctica habitual<sup>23</sup> en la legislación sobre la competencia, las duraciones de los compromisos de no competencia en operaciones de compraventa suelen ser de entre dos y cinco años. Una duración de cinco años puede considerarse razonable si la transacción implica un negocio con una fuerte actividad competitiva y se justifica adecuadamente para evitar que el vendedor aproveche la información y experiencia adquirida en el negocio adquirido.

En el caso concreto, la duración de cinco años para un compromiso de no competencia excede los plazos generalmente aceptados en la jurisprudencia española. Según la normativa europea<sup>24</sup>, las cláusulas de no competencia están justificadas durante un máximo de tres años cuando la compraventa incluye la transferencia de clientela y conocimientos técnicos; si solo incluye el fondo de comercio, el plazo se reduce a dos años.

Por lo tanto, establecer un compromiso de no competencia de cinco años podría considerarse excesivo y susceptible de ser declarado nulo o parcialmente nulo por los tribunales, a menos que se justifique adecuadamente la necesidad de un período tan prolongado para proteger los intereses del comprador.

#### 4.1. Territorio

El ámbito geográfico del compromiso de no competencia debe ser razonable y proporcional. Un acuerdo que abarque toda la región del Mediterráneo podría ser considerado abusivo dependiendo de la extensión de la competencia en esa región.

En general, los tribunales y autoridades antimonopolio suelen considerar que los compromisos de no competencia deben limitarse a la zona donde el vendedor tiene presencia significativa o donde se produciría una verdadera amenaza competitiva. En este caso, si el grupo vendedor tiene una presencia sustancial solo en ciertos países del Mediterráneo, el compromiso podría limitarse a estos países específicos.

---

<sup>23</sup> El Tribunal Supremo, en su sentencia de 18 de mayo de 2012, estableció que las cláusulas de no competencia son válidas "salvo que, por su duración, su ámbito geográfico y su contenido, excediesen de lo razonablemente útil o conveniente para garantizar que el valor de las participaciones no se viera deteriorado por la actuación del transmitente"

<sup>24</sup> Comunicación de la Comisión Europea sobre restricciones directamente relacionadas y necesarias para las concentraciones, publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea el 5 de marzo de 2005 (2005/C 56/03).

## 4.2 Objeto del compromiso

En esta línea de solicitud de no competencia del grupo vendedor, para que resulte válida y aprobada por la CNMC (Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia), el compromiso debe estar relacionado con el fin de proteger los activos de Estrella de Mar, objeto de la compraventa (por ejemplo, los clientes, el conocimiento técnico llamado *know-how*, la tecnología, información confidencial) y evitar que el vendedor aproveche la desinversión para reiniciar la competencia de forma directa y desleal.

La cláusula de no competencia (*non-compete clause*) es un acuerdo en virtud del cual una de las partes se compromete a no competir, directa o indirectamente, con otra en relación con una actividad o mercado determinados. Esto incluye la base de clientes, el *know-how* (conocimientos técnicos) y otros activos. El objetivo principal de la cláusula será evitar que el vendedor utilice su experiencia, recursos o información estratégica para competir con el negocio que acaba de vender.

Un ejemplo real de una cláusula de no competencia en un contrato de compraventa entre sociedades es el caso de la adquisición de GTI Software and Networking, S.A. (GTI) por parte de Esprinet Ibérica, S.L.U. (Esprinet), analizado por la CNMC<sup>25</sup>.

En esta operación, Esprinet adquirió el control exclusivo de GTI mediante un contrato de compraventa que incluía una cláusula de no competencia. Dicha cláusula establecía que, durante un período no superior a tres años, el vendedor se comprometía a no participar, directa o indirectamente, en actividades que compitieran con las desarrolladas por el Grupo GTI hasta la fecha de cierre de la operación. Esto incluía la prohibición de adquirir, establecer, dirigir, asesorar, ser empleado o participar en negocios que compitieran directamente con las actividades de GTI.

La CNMC evaluó esta cláusula a la luz de la Comunicación de la Comisión Europea sobre restricciones directamente vinculadas y necesarias para la realización de una concentración. Según dicha comunicación, las cláusulas de no competencia están justificadas por un máximo de tres años cuando la cesión de la empresa incluye la transferencia de conocimientos técnicos y por dos años cuando se transfiere únicamente el fondo de comercio. En este caso, la CNMC consideró que, dado que la adquirente ya

---

<sup>25</sup> Expediente C/1120/20 – Esprinet – GTI.

operaba en los mercados en los que estaba presente la empresa adquirida antes de la operación, no se apreciaba una transferencia de "know-how" que justificara una duración superior a dos años. Por lo tanto, determinó que la cláusula de no competencia era accesoria y necesaria para la operación de concentración en la medida en que no superara los dos años. Cualquier duración superior quedaría sujeta a la normativa general aplicable a los acuerdos entre empresas.

#### 4.3 ¿Notificación a la CNMC sobre la operación?

Finalmente, es importante tener en cuenta el hecho de que la operación tenga que ser notificada a la CNMC para obtener la autorización previa puede influir en la viabilidad de un compromiso de no competencia.

La Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (que regula la CNMC) establece que las autoridades de competencia deben analizar si la operación afecta a la competencia de forma sustancial en el mercado, tanto desde la perspectiva de la creación o fortalecimiento de una posición dominante como de la eliminación de una competencia efectiva.

En primer lugar, la CNMC revisará si la transacción podría reducir la competencia de manera significativa en el mercado relevante. La imposición de un compromiso de no competencia podría ser vista como una medida para garantizar que el vendedor no continúe compitiendo de manera desleal en el mercado tras la transacción, pero también debe analizarse si esa cláusula podría tener efectos restrictivos sobre la competencia en sí misma. Por ello, en algunos casos la CNMC podría considerar que un compromiso de no competencia excesivo en términos de duración o alcance geográfico podría constituir una restricción de la competencia por parte del vendedor. Un compromiso de no competencia en toda la región del Mediterráneo, sin una justificación sólida, podría ser considerado desproporcionado y susceptible de ser objetado por las autoridades.

Si la operación implica una concentración que supera los umbrales de notificación de la CNMC, será necesario presentar la transacción junto con un análisis de los posibles efectos sobre la competencia. Además, la CNMC puede requerir que se modifiquen

ciertos términos de la operación, incluido el compromiso de no competencia, para mitigar posibles riesgos antimonopolio<sup>26</sup>.

Por todo ello, para asegurarse de que el compromiso de no competencia sea válido y no represente un obstáculo para la aprobación de la operación, es necesario considerar los siguientes puntos:

- Justificar razonablemente del compromiso solicitado: El vendedor debe demostrar que el compromiso de no competencia es necesario para proteger los intereses comerciales legítimos del comprador, y debe limitarse a lo estrictamente necesario para evitar el riesgo de competencia desleal.
- Proporcionalidad en lo solicitado: El plazo de 5 años y el alcance geográfico del compromiso deben ser proporcionados en función del negocio y la actividad del vendedor. Es probable que la CNMC cuestione si un compromiso que abarque toda la región del Mediterráneo es razonable. Podría ser útil acotar el compromiso a los mercados específicos en los que el vendedor tiene competencia directa o significativa.
- Valorar posibles alternativas: La CNMC podría sugerir la modificación del compromiso de no competencia si considera que es excesivo, como la limitación a un período más corto (por ejemplo, 3 años) o a una zona geográfica más restringida. En este sentido, se podría plantear la posibilidad de buscar alternativas que no restrinjan de forma innecesaria la competencia, como el establecimiento de otras garantías que protejan los intereses del comprador.

En conclusión, el compromiso de no competencia solicitado por Andalusia Harbors debe ser una medida razonable para proteger al comprador, pero no debe ser excesivo ni generar una restricción anticompetitiva en el mercado. Igualmente, el informe que probablemente haya que elaborar para comunicar la voluntad de establecer este compromiso, será revisado y ajustado para asegurarse de que cumpla con los requisitos de la Ley de Defensa de la Competencia y no sea objetado por la CNMC. En resumen, habrá que: (i) asegurar que la duración de 5 años y la zona geográfica de todo el Mediterráneo sean proporcionales y justificados; (ii) limitar el compromiso de no

---

<sup>26</sup> La Audiencia Provincial de Barcelona, en su sentencia de 9 de mayo de 2008, consideró parcialmente nula una cláusula que establecía un periodo superior a tres años. Asimismo, la Audiencia Provincial de Madrid, en su sentencia de 4 de diciembre de 2015, declaró parcialmente nula una cláusula que excedía de dos años, aplicando de manera analógica el límite legal máximo estipulado para los pactos de no competencia en materia laboral.

competencia a los mercados donde el vendedor tiene una competencia directa y significativa; (iii) tener en cuenta la posible intervención de la CNMC y las condiciones que esta pueda imponer para aprobar la operación.

#### 4.4 Recomendación final

Según la normativa y los precedentes analizados por la CNMC<sup>27</sup>, un compromiso de no competencia generalmente se considera accesorio y necesario si no excede de dos años cuando se transfiere solo el fondo de comercio, o de tres años si incluye la transferencia de conocimientos técnicos. En consecuencia, solicitar un período de cinco años excede lo que la CNMC considera razonable y proporcional. Este plazo podría ser objetado por la CNMC, salvo que se demuestre de manera convincente que una duración mayor es imprescindible para proteger los intereses del comprador.

Además, la restricción debe limitarse al área geográfica donde el negocio vendido tenía operaciones efectivas antes de la desinversión. En este caso, aplicar una restricción a toda la región del Mediterráneo podría considerarse excesiva si el negocio no operaba en todos esos mercados. Así pues, la CNMC evaluará si la restricción geográfica es necesaria y proporcional para proteger los activos adquiridos. Si no lo es, podría determinar que la cláusula no es accesoria y limitar su aplicación.

Así pues, incluir una cláusula que exceda las recomendaciones estándar, será necesaria su justificación en la notificación (probablemente de obligada presentación) a la CNMC.

Finalmente, como recomendación, incluiríamos la cláusula de no competencia a un máximo de tres años (si incluye *know-how*), o a dos años si no es así, y restringir el ámbito geográfico exclusivamente a las áreas donde el negocio operaba efectivamente. Períodos más largos, como los 5 años planteados, podrían ser considerados excesivos y levantar objeciones regulatorias, lo que podría retrasar o incluso poner en riesgo la aprobación de la operación. La necesidad de justificar 5 años ante la CNMC requeriría pruebas específicas de que el negocio necesita ese tiempo para consolidarse, lo cual puede ser difícil de acreditar y estaría sujeto a un análisis estricto.

---

<sup>27</sup> Diario Oficial de la Unión Europea. Directrices establecidas por la Comisión Europea en su "Comunicación sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin" (2005/C 56/03).

Esto asegurará que la cláusula sea razonable y proporcionada, alineándose con los criterios de la CNMC. Si embargo, es su elección y se puede optar por arriesgar y solicitar más años de no competencia, argumentando al detalle.

## PARTE 2

El equipo directivo de Estrella del Mar ha identificado una nueva operación estratégica consistente en la toma de una participación minoritaria del 29,7 % en la sociedad cotizada OceanShip, S.A. (en adelante, “**OceanShip**”), una empresa líder en el transporte de mercancías entre los principales puertos del mar Mediterráneo, con sede en Barcelona.

La operación cuenta con el patrocinio de uno de los accionistas de control de Estrella del Mar, la familia Machado, que, a través de una sociedad patrimonial, ya ostenta indirectamente una participación significativa del 3,5 % en OceanShip. Este vínculo previo entre los accionistas de Estrella del Mar y OceanShip otorga a la transacción un carácter estratégico, pero también plantea posibles implicaciones regulatorias y comerciales que deben analizarse con detalle.

En este contexto, se nos plantean diversas cuestiones relacionadas con los aspectos legales, financieros y estratégicos de la operación, las cuales serán analizadas en las siguientes secciones del informe.

### **1. Obligación de lanzar una OPA**

La obligación de lanzar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) obligatoria en España está regulada en el artículo 128 de la Ley del Mercado de Valores (Ley 6/2023, de 17 de marzo) y en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Estos marcos legales establecen que surge la obligación de formular una OPA obligatoria cuando se adquiere una participación significativa que otorga el control efectivo sobre una sociedad cotizada.

#### **1.1 Supuestos de OPA obligatoria**

Los artículos 3, 4 y 7 del Real Decreto 1066/2007 establecen los siguientes criterios que obligan a lanzar una OPA<sup>28</sup>:

- a) **Adquisición del control**: cuando un accionista, de forma directa o indirecta, alcanza una participación que le otorga el control de una sociedad cotizada. Según la normativa vigente, se considera que se adquiere el control al poseer al menos el 30% de los derechos de voto o cuando, sin llegar a ese porcentaje, se designa en los dos años siguientes un número de consejeros que, junto con los ya nombrados, permita representar la mayoría en el órgano de administración. Tener una participación inferior

---

<sup>28</sup> CNMV, “Tipos de Opas”. Web: [www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas-Tipos.aspx?lang=](http://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas-Tipos.aspx?lang=)

al 30%, pero con una influencia decisiva en las decisiones de la sociedad. Esto puede incluir situaciones en las que un accionista tenga el control efectivo del Consejo de Administración.

- b) Omisión de negociación: si la sociedad acuerda la exclusión de sus acciones de la negociación en mercados secundarios oficiales, es obligatorio lanzar una OPA para ofrecer a los accionistas la posibilidad de vender sus títulos antes de que dejen de cotizar.
- c) Reducción de capital mediante compra de acciones propias: si la sociedad decide reducir su capital social adquiriendo sus propias acciones para su posterior amortización, debe formular una OPA dirigida a todos los accionistas. Esta recompra de acciones que plantea el Consejo de Oceanship, se abordará a continuación.

En este caso, si Estrella del Mar adquiere el 29,7% del capital de OceanShip, no alcanzaría el umbral del 30%. Sin embargo, debe evaluarse si la sociedad, por su vinculación con la familia Machado (que ya ostenta indirectamente un 3,5% del capital de OceanShip), podría ser considerada como una actuación concertada que eleve la participación conjunta al 33,2%. De ser así, sí se activaría la obligación de lanzar una OPA obligatoria.

## 1.2 ¿Es posible evitar la OPA obligatoria?

No obstante la obligatoriedad acabada de exponer, existen algunas circunstancias específicas, según el artículo 8.g) del Real Decreto 1066/2007 y el artículo 111.2 de la LMV, en las que es posible obtener una dispensa de esta obligación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)<sup>29</sup>.

Por ello, sí que cabe la posibilidad de evitar lanzar una OPA obligatoria, pero dependerá de ciertos factores:

1. La existencia de otro accionista con igual o mayor participación: Si, tras la adquisición, otra persona o entidad posee directa o indirectamente un porcentaje de derechos de voto igual o superior al del nuevo adquirente, la CNMV puede conceder una dispensa de la obligación de formular una OPA. Este supuesto busca evitar la imposición de una OPA cuando ya existe un accionista con control equivalente o superior en la sociedad.

---

<sup>29</sup> 20 de septiembre de 2016, CNMV, “Procedimiento para la tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores, dispensas y excepciones (P06)” (pdf).



2. Adquisiciones en el marco de una reestructuración societaria: La CNMV puede dispensar la obligación de lanzar una OPA cuando la adquisición de control se produce en el contexto de una reestructuración dentro de un mismo grupo empresarial, siempre que no suponga un cambio efectivo en el control de la sociedad cotizada. Por ejemplo, si una sociedad matriz transfiere su participación mayoritaria en una filial cotizada a otra sociedad del mismo grupo, y esta operación no altera el control último sobre la filial, podría solicitarse la dispensa.
3. Adquisiciones sin intención de ejercer control: En ciertos casos, un inversor puede adquirir una participación significativa sin la intención de ejercer influencia sobre la gestión de la sociedad. Si el adquirente demuestra ante la CNMV que su intención es meramente financiera y se compromete a no ejercer los derechos de voto inherentes a su participación, podría solicitar una dispensa de la obligación de lanzar una OPA.

Después de analizar la posibilidad y viabilidad de evitar lanzar la OPA, la solicitud de dispensa debe presentarse ante la CNMV mediante un escrito firmado por el solicitante o una persona con poder para representarlo. Este escrito debe ir acompañado de la documentación que acredite el acuerdo o la decisión de solicitar la dispensa, adoptado por el órgano competente del solicitante, así como cualquier otra documentación complementaria que sustente la petición. La CNMV evaluará cada caso de manera individual, considerando las circunstancias específicas y los posibles efectos sobre el mercado y los accionistas minoritarios.

Con el fin de evitar la OPA obligatoria en el contexto que nos ocupa, Estrella del Mar y la familia Machado deben demostrar que no existe una actuación concertada entre ambas partes. Según el artículo 3.3 y 5 del Real Decreto 1066/2007, la CNMV considerará que existe actuación concertada si los accionistas coordinan su comportamiento para ejercer influencia conjunta sobre la gestión o control de la sociedad. Esto incluye acuerdos expresos o implícitos, como pactos parasociales.

Por ello, en este caso, se deberá garantizar la independencia operativa y de decisión entre Estrella del Mar y la familia Machado en relación con OceanShip, evitando cualquier indicio de coordinación.

Por otro lado, mantener la participación por debajo del 30% sería clave para no lanzar una OPA. Si Estrella del Mar adquiere exactamente el 29,7% y no se modifica el capital

social, no se superará el umbral del 30%, lo que permite articular la operación sin necesidad de lanzar una OPA.

### 1.3 ¿En qué condiciones podría articularse la operación de compraventa y por qué porcentaje?

En el caso de que la operación de compraventa del 29,7% de OceanShip S.A. implicara una obligación de lanzar una OPA, la estrategia y condiciones dependerían de diversos factores.

En este caso, la familia Machado posee indirectamente un 3,5% del capital de OceanShip S.A. a través de una sociedad patrimonial. Si Estrella del Mar, empresa en la que la familia Machado controla el 88%, adquiere un 29,7% adicional de OceanShip, la participación combinada directa e indirecta de la familia Machado en OceanShip ascendería al 33,2%. Este porcentaje supera el umbral del 30%, lo que, en principio, desencadenaría la obligación de lanzar una OPA obligatoria. Las condiciones en relación con esta obligación serían las expuestas a continuación:

En primer lugar, Estrella del Mar estaría obligada a lanzar una OPA por el 100% de las acciones de OceanShip. La oferta deberá dirigirse a la totalidad de los accionistas y no puede estar sujeta a condiciones, salvo la obtención, si corresponde, de la autorización de las autoridades de defensa de la competencia (CNMC).

En segundo lugar, la OPA obligatoria debe ofrecer un precio equitativo por las acciones. Este precio se determina generalmente como el más alto que el oferente haya pagado por acciones de la misma sociedad en los 12 meses previos al anuncio de la oferta. Si no ha habido adquisiciones en ese período, se puede considerar el precio medio ponderado de cotización en los últimos seis meses<sup>3031</sup>.

Por otro lado, el proceso de lanzamiento de una OPA incluye la elaboración de un folleto informativo que debe ser aprobado por la CNMV. Además, es necesario obtener las autorizaciones pertinentes de las autoridades de competencia y, en su caso, de otros organismos reguladores.

---

<sup>30</sup> 29 de abril de 2015, Alberto Tello Fernández, “¿Cómo se determina el precio equitativo de una Oferta Pública de Acciones (OPA)?”. Web: [www.legaltoday.com](http://www.legaltoday.com)

<sup>31</sup> Marzo 2023, Equipo de Pérez-Llorca, “Nueva Ley del Mercado de Valores: novedades en materia de Ofertas Públicas de Adquisición” (pdf).

Como ejemplo reciente se encuentra el supuesto de la OPA lanzada por BBVA sobre Banco Sabadell. En este caso, BBVA, al buscar adquirir una participación significativa que le otorgaría el control sobre Sabadell, se vio en la necesidad de formular una OPA dirigida a todos los accionistas de la entidad objetivo. Este proceso ha estado sujeto a la supervisión de organismos como la (CNMV) y la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), que evalúan el impacto de la operación en el mercado y en los accionistas minoritarios<sup>32</sup>.

#### 1.4 Impacto del programa de recompra de acciones

En relación con la recompra de acciones que OceanShip tiene prevista realizar en los próximos meses, cuando una empresa cotizada, como la misma, lleva a cabo una recompra de acciones y posteriormente amortiza esos títulos, se produce una reducción del capital social y del número total de acciones en circulación. En consecuencia, se incrementa proporcionalmente la participación porcentual de los accionistas existentes, ya que el denominador en el cálculo de su participación disminuye.

Por ejemplo, en el caso en que OceanShip tuviese inicialmente 100.000 acciones en circulación, una recompra y amortización del 1% implicaría la eliminación de 1.000 acciones, reduciendo el total a 99.000 acciones. Si Estrella del Mar adquiere 29.700 acciones (equivalentes al 29,7% del capital inicial), tras la recompra, su participación se recalcularía sobre las 99.000 acciones restantes, resultando en aproximadamente un 30% de participación.

Por lo tanto, conforme a la obligatoriedad de lanzar una OPA analizada anteriormente, si la participación de Estrella del Mar en OceanShip alcanza el porcentaje de 30%, incluso como consecuencia indirecta de una recompra de acciones, surgiría la obligación de lanzar una OPA obligatoria.

En conclusión, un programa de recompra de acciones que reduzca el capital en circulación de OceanShip en un 1% incrementaría proporcionalmente la participación de Estrella del Mar. Alcanzando el 30% como resultado de dicha recompra, Estrella del Mar estaría obligada a lanzar una OPA por la totalidad de las acciones de OceanShip.

---

<sup>32</sup> 26 de noviembre de 2024, “Luz verde a la OPA de BBVA”. Web: [www.as.com](http://www.as.com)

## **2. Operación de fusión**

En relación con el proyecto de fusión que se quiere llevar a cabo entre Estrella de Mar y OceanShip, resultando así en una única entidad en la que la familia Machado, actual accionista mayoritaria de Estrella del Mar, pasaría a controlar aproximadamente el 57% del capital social de la sociedad resultante, se va a evaluar la viabilidad y los requisitos legales para llevarla a cabo de la manera más eficiente posible.

### **2.1 Articulación de la operación para evitar la OPA obligatoria**

En cuanto a la posibilidad de operar sin necesidad de lanzar una OPA<sup>33</sup>, según la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, se establece la obligación de formular una OPA cuando se alcanza una participación significativa en una sociedad cotizada. En este contexto, la fusión propuesta podría implicar la obligación de lanzar una OPA si se considera que la familia Machado adquiere el control de OceanShip al superar el umbral del 30% del capital social.

En este contexto, los requisitos para evitar lanzar una OPA obligatoria, según las normativas y doctrinas extraídas de los documentos proporcionados, son los siguientes:

#### a) Supuestos de exclusión directa

De acuerdo con el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (Régimen de OPA), se reconocen ciertos casos en los que no surge la obligación de lanzar una OPA obligatoria. A este caso sería de aplicación si el control se alcanza como resultado de una operación de fusión y se cumplen ciertas condiciones de equidad y proporcionalidad (artículo 8 del RD 1066/2007). Estas condiciones incluyen: (i) proporcionar información adecuada y transparente a los accionistas; (ii) garantizar el principio de trato equitativo para todos los accionistas implicados; (iii) justificar que la operación no implica un cambio desproporcionado de poder en la sociedad resultante.

#### b) Justificación basada en el interés general

Por otro lado, la CNMV puede conceder una dispensa si la operación resulta en un beneficio claro para la sociedad fusionada o su entorno económico. Esto se aplica, por ejemplo, cuando: (i) la fusión se considera una reorganización empresarial estructural que

---

<sup>33</sup> Carlos de Cárdenas Smith, Uría Menéndez, “Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control” (pdf).

mejora significativamente la competitividad y sostenibilidad económica, como podría ser el caso de la fusión entre Estrella de Mar y OceanShip; (ii) la operación cumple los principios básicos del mercado de valores, como la equidad y la transparencia.

c) Informes de expertos independientes

Es imprescindible contar con un informe de expertos independientes que certifiquen la equidad del tipo de canje ofrecido en la fusión y que no se produce un perjuicio significativo para los accionistas minoritarios. En base al artículo 6 del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, referente a las modificaciones estructurales (LME), los administradores de cada una de las sociedades que participan en la fusión deben solicitar del registrador mercantil correspondiente el nombramiento de uno o varios expertos independientes para que emitan un informe sobre el proyecto común de fusión.

d) Decisión de los accionistas

En la misma línea de evitar la OPA obligatoria, los accionistas de ambas sociedades que van a fusionarse deben aprobar la operación en sus respectivas juntas generales. La fusión debe ser aprobada por mayoría cualificada según la Ley de Sociedades de Capital (artículos 197 y 201 LSC). Si se incluye una prima de control, esta debe ser razonable y estar justificada para no vulnerar los derechos de los accionistas minoritarios

e) Supervisión de la CNMV

La CNMV deberá aprobar la operación si considera que no se vulneran los principios generales del mercado, como el trato igualitario y la transparencia. Es necesario notificar y obtener la aprobación de la CNMV antes de proceder con la inscripción de la fusión.

El artículo 4.2 del Régimen de OPA establece que la CNMV puede eximir de la obligación de formular una OPA en casos específicos, como cuando otro accionista posee una participación mayor o cuando la adquisición no busca ejercer control sobre la sociedad. Por ello, la CNMV evaluará si la operación de fusión implica una toma de control que obligue a lanzar una OPA o si procede conceder una dispensa en virtud de las circunstancias particulares del caso.

## 2.2 Calendario de la operación de fusión

El calendario para organizar esta fusión detalla los pasos esenciales para la integración de Estrella del Mar y OceanShip, estructurados en plazos mensuales que abarcan desde la preparación inicial hasta la formalización y comunicación post fusión.

<b>Fase</b>	<b>Descripción</b>	<b>Plazo</b>
<b>Preparación y planificación</b>	(i) Análisis de la estructura accionarial y normativa sobre OPAs. (ii) Redacción del proyecto común de fusión con detalles sobre canje de acciones, estatutos y valoraciones. (iii) Elaboración de balances de fusión ajustados a la normativa. (iv) Consulta preliminar con la CNMV para confirmar interpretaciones legales sobre OPA obligatoria y excepciones aplicables.	1-2 meses
<b>Informes y aprobación inicial</b>	(i) Creación de informes de administradores explicando y justificando el proyecto de fusión. (ii) Nombramiento de un experto independiente para valorar el proyecto de fusión (si aplica). (iii) Publicación del proyecto en la web de las empresas. (iv) Notificación a socios, acreedores y empleados sobre su derecho a revisar la documentación.	1 mes
<b>Aprobación por la Junta General</b>	(i) Convocatoria de junta general para la aprobación del proyecto de fusión. (ii) Votación y aprobación del proyecto por las mayorías requeridas en los estatutos de la sociedad.	1 mes
<b>Publicidad y derechos de oposición</b>	(i) Publicación de los acuerdos de fusión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil. (ii) Oposiciones a la fusión y por parte de acreedores <sup>34</sup> .	1 mes
<b>Cierre</b>	(i) Otorgamiento de la escritura pública de fusión tras la expiración del plazo de oposición de acreedores. (ii) Inscripción de la escritura en el Registro Mercantil, momento en que la fusión tiene efecto legal.	1 mes
<b>Comunicaciones y ajustes post cierre</b>	(i) Publicación de un Hecho Relevante informando al mercado sobre la operación. (ii) Integración de estructuras organizativas y operativas de ambas empresas.	Indefinido
<b>Total</b>		<b>5-6 meses</b>

Asimismo, en una operación de este nivel, la **agenda de cierre** o “*closing agenda*” sería fundamental, ya que establece las condiciones y acciones necesarias para culminar con éxito la operación que se quiere llevar a cabo. Esta agenda incluye aspectos como la

<sup>34</sup> Art. 14.1 LME.

obtención de aprobaciones regulatorias, la ejecución de contratos definitivos, la verificación de que no existan impedimentos legales para el cierre y la confirmación de que se han cumplido todas las condiciones pactadas entre las partes (por ejemplo, la elaboración de un SPA (*share and purchase agreement*), contrato de compraventa de participaciones sociales) por parte de los abogados de la parte compradora, estableciendo el estado, i.e. pendiente o completado, y las partes firmantes y responsables de llevarlo a cabo.

### **3. Acciones legales de la familia Azcona**

En cuando a la controversia con la familia Azcona, esta ha manifestado su oposición y amenaza con acciones legales, alegando incumplimiento del pacto y conflicto de interés por parte de la familia Machado. En este punto analizaremos la viabilidad de dichas acciones y su posible impacto en la validez de la fusión que se quiere llevar a cabo.

A modo contexto, la familia Azcona podría impugnar la fusión por incumplimiento del pacto de accionistas de 1987, que requería su voto a favor para modificaciones estructurales.

Los pactos de accionistas son acuerdos privados entre socios que regulan aspectos específicos de su relación societaria. Según el artículo 29 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), "los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad". Esto implica que, aunque el pacto sea válido entre las partes firmantes, no afecta directamente a la sociedad ni a sus órganos, a menos que se haya incorporado a los estatutos sociales o la sociedad haya sido parte del pacto.

En este caso, el pacto de 1987 no ha sido modificado ni incorporado a los estatutos, lo que sugiere que su incumplimiento no sería directamente oponible a la sociedad. La jurisprudencia del Tribunal Supremo ha reiterado que los pactos parasociales no son oponibles a la sociedad si no han sido incorporados a los estatutos o si la sociedad no es parte del pacto.<sup>35</sup>

Por otro lado, la familia Azcona, como accionista minoritaria con un 12% del capital, cuenta con ciertos derechos reconocidos en la LSC, como el derecho de información, el derecho de asistencia y voto en las juntas generales, y el derecho de impugnación de

---

<sup>35</sup> 1 de julio de 2022, Pablo Ojeda Baños, "La jurisprudencia del Supremo sobre la inoponibilidad de los pactos parasociales a la sociedad". Blog web: [www.hayderecho.com](http://www.hayderecho.com)

acuerdos sociales. Sin embargo, no poseen derechos de veto salvo que estén expresamente reconocidos en los estatutos sociales, lo cual no parece ser el caso.

Las cláusulas de "*Tag Along*" (derecho de acompañamiento) y "*Drag Along*" (derecho de arrastre) son comunes en pactos de socios para proteger a los accionistas minoritarios en casos de venta de participaciones. Sin embargo, en este contexto de fusión, su aplicación sería limitada, ya que estas cláusulas se refieren principalmente a la transmisión de acciones y no a decisiones sobre modificaciones estructurales de la sociedad<sup>36</sup>.

Por ello, si se demuestra que la fusión ha causado un perjuicio económico directo a la familia Azcona y que se ha actuado en contra de la buena fe o en abuso de derecho, podrían reclamar una indemnización por daños y perjuicios. La alegación de conflicto de interés por parte de la familia Machado, al tener un consejero en Oceanship, y la supuesta falta de justificación económica de la fusión, son aspectos que podrían ser considerados por un tribunal. En definitiva, si se demuestra que la fusión se realizó en beneficio exclusivo de la familia Machado y en detrimento de la familia Azcona, podría haber fundamentos para impugnar la operación o reclamar una indemnización.

En cuanto a la validez de la fusión ante el Registro Mercantil, la familia Azcona podría impugnar la fusión antes de su inscripción en el Registro Mercantil, alegando incumplimiento del pacto de accionistas, conflicto de interés o falta de justificación económica. No obstante, como se ha mencionado anteriormente, al no ser el pacto oponible a la sociedad, no sería tan sencillo para la familia Azcona. Por otro lado, tras la inscripción, la fusión tiene plena eficacia y solo podría ser anulada mediante una acción judicial específica, demostrando perjuicio directo, abuso de derecho o mala fe, con la carga de la prueba sobre la familia Azcona.

Finalmente, la acción legal de la familia Azcona podría prosperar si demuestran que la fusión vulneró sus derechos como accionistas minoritarios, existió un conflicto de interés por parte de la familia Machado y la operación carece de justificación económica, causándoles un perjuicio directo. La inscripción de la fusión en el Registro Mercantil es relevante, ya que, una vez inscrita, su anulación es más compleja y requiere una acción judicial específica.<sup>37</sup>

---

<sup>36</sup> 3 de enero de 2018, "¿Por qué algunas cláusulas de un pacto de socios no son inscribibles en el Registro Mercantil?". Web: [www.dozeninvestments.com](http://www.dozeninvestments.com)

<sup>37</sup> Art. 203 de la LSC y art. 90 y ss. LME.



### PARTE 3

Tras el éxito de la integración entre Estrella del Mar y OceanShip, el grupo ha consolidado su posición como líder en el transporte marítimo de mercancías en el Mediterráneo. En este contexto, el Consejo de Administración busca implementar estrategias de retribución que no solo fortalezcan la relación con sus accionistas, sino que también atraigan a otros grandes inversores institucionales. Entre las propuestas planteadas, destaca la posibilidad de instaurar un esquema de *scrip dividend*, que permita a los accionistas elegir entre recibir un dividendo en metálico o en acciones.

Sin embargo, pueden surgir conflictos entre accionistas con distintas preferencias: aquellos interesados en retornos inmediatos frente a quienes buscan maximizar el crecimiento a largo plazo.

Esta parte va a analizar los aspectos legales, financieros y estratégicos necesarios para implementar dicho programa, abordando las posibles limitaciones y conflictos, como las preocupaciones manifestadas por algunos accionistas sobre la preservación de sus derechos tradicionales de retribución en metálico. Asimismo, se van a proporcionar recomendaciones específicas para articular este esquema de forma efectiva y conforme al marco normativo vigente.

#### 1. Programa de Scrip Dividend

En el contexto empresarial, la expresión inglesa *scrip dividend* puede traducirse al castellano como “dividendo en acciones”. Este mecanismo consiste en que la empresa, en lugar de pagar el dividendo en efectivo, lo realiza mediante la entrega de acciones. Para implementar este sistema, en algunos casos, es necesario que la compañía lleve a cabo previamente una ampliación de capital<sup>38</sup>.

Este método de retribución, aunque en las últimas décadas ha recibido mayor atención mediática, ha sido históricamente una práctica común en muchas empresas<sup>39</sup>.

La regulación del *scrip dividend* en España se encuentra principalmente en la LSC. Concretamente, se deben tener en cuenta: el artículo 276, el cual establece que la distribución de dividendos debe ser aprobada por la junta general, que podrá determinar las condiciones específicas para su abono, incluyendo modalidades alternativas, siempre que se respete la igualdad entre los accionistas; los artículos 303 y 304, que regulan los

---

<sup>38</sup> Informe BME, “Fórmulas de remuneración al accionista”.

<sup>39</sup> Javier Rivas, “Scrip dividend”. Web: [www.eleconomista.es](http://www.eleconomista.es)

aumentos de capital por compensación de créditos, modalidad que permite emitir nuevas acciones para los accionistas en caso de optar por el dividendo en títulos, en lugar de en efectivo; el artículo 93, el cual establece como un derecho esencial del accionista el participar en las ganancias sociales, lo que implica que cualquier mecanismo que modifique esta prerrogativa debe respetar el principio de proporcionalidad y la igualdad.

Por otro lado, la jurisprudencia del Tribunal Supremo ha aclarado que cualquier programa retributivo debe garantizar los derechos esenciales de los accionistas y que no se puede imponer ninguna modalidad que implique una renuncia tácita a esos derechos. Por ello, la doctrina coincide en que las sociedades tienen libertad para estructurar esquemas como el *scrip dividend*, pero siempre y cuando se respeten los derechos de los socios<sup>40</sup>.

Además, la Circular 1/2017 de la CNMV refuerza los principios de transparencia y claridad en los programas retributivos, especialmente para las sociedades cotizadas, exigiendo información detallada sobre los plazos de elección, la valoración de las acciones y el impacto financiero del esquema.

La lógica detrás del uso del *scrip dividend* radica en sus ventajas para ciertos tipos de empresas y escenarios específicos, que abordaremos más hacia delante. Este sistema ofrece ventajas tanto para la empresa como para los accionistas. Para la empresa, permite conservar liquidez al remunerar con acciones en lugar de efectivo, lo que es beneficioso en períodos de inversión intensiva o necesidades financieras específicas. Además, incrementa el capital social, mejorando la solvencia y capacidad de financiación.

Sin embargo, para los accionistas, brinda la opción de aumentar su participación en la empresa sin desembolso adicional, diferir la tributación hasta la venta de las nuevas acciones y elegir entre recibir efectivo o acciones según sus preferencias y necesidades financieras<sup>41</sup>.

A pesar de sus ventajas, esta modalidad también presenta ciertos inconvenientes que deben considerarse, de nuevo tanto la empresa como sus accionistas. Para la empresa, la emisión de nuevas acciones puede diluir el valor de las acciones existentes, ya que el valor total de la empresa se divide entre un mayor número de acciones, lo que puede afectar negativamente la cotización bursátil. Además, este proceso conlleva costos

---

<sup>40</sup> Sentencia del Tribunal Supremo número 9/2023, de 11 de enero de 2023.

<sup>41</sup> 10 de noviembre de 2022, Equipo de Singular Bank, “Scrip dividend: ventajas e inconvenientes para el inversor”. Web: [www.blog.selfbank.es](http://www.blog.selfbank.es)

administrativos y operativos adicionales, incluyendo la necesidad de aprobación por parte de la junta general de accionistas y la gestión de la emisión de nuevas acciones. Igualmente, existe un perfil de accionista que prioriza la liquidez inmediata, optando por el pago en efectivo en lugar de recibir nuevas acciones. Este es el caso de la familia Azcona, que abordaremos a continuación.

Por otro lado, desde la perspectiva de los accionistas, aquellos que prefieren recibir dividendos en efectivo pueden ver su participación diluida si otros accionistas optan por recibir acciones, reduciendo su porcentaje de propiedad en la empresa. Asimismo, la elección entre efectivo y acciones añade complejidad a la toma de decisiones, ya que los accionistas deben evaluar las implicaciones fiscales y las perspectivas del mercado para determinar la opción más beneficiosa. Por último, aunque recibir acciones puede diferir la tributación hasta su venta, los accionistas deben estar preparados para afrontar la carga fiscal en el futuro, lo que requiere una planificación financiera adecuada.

### 2.1 Proceso de implementación del programa de scrip dividend

Para instaurar un esquema de *scrip dividend*, se deben seguir los pasos clave previstos en la legislación societaria:

1º) Aprobación por la Junta General de Accionistas: La propuesta debe presentarse y aprobarse en junta general, siguiendo el procedimiento establecido en el artículo 276 de la LSC. Esta aprobación debe incluir las condiciones específicas del programa: (i) la posibilidad de elegir entre un dividendo en metálico o en acciones; (ii) los términos del aumento de capital necesario para emitir las nuevas acciones; (iii) los plazos para que los accionistas comuniquen su elección.

Además, el Consejo de Administración deberá justificar el programa como una medida beneficiosa para la sociedad y los accionistas, destacando cómo puede aumentar la reinversión en la empresa, mejorar su posición financiera y atraer inversores institucionales. Esta justificación por parte de la sociedad es clave para obtener el voto favorable de la familia Azcona y facilitar así el proceso, evitando que tal controversia finalice en un derecho de separación e indemnización a su favor.

2º) Aumento de capital para emitir nuevas acciones: Si se opta por la modalidad en acciones, será necesario aprobar un aumento de capital mediante compensación de créditos, tal como prevén los artículos 303 y 304 de la LSC. Esto implica emitir nuevas acciones con un valor equivalente al dividendo en metálico que se habría abonado.

Este paso requiere un informe del órgano de administración justificando la operación y garantizando que se mantenga la proporcionalidad y el equilibrio entre los accionistas.

3º) Comunicación a los accionistas: La transparencia es un pilar esencial en la implementación de este programa. La sociedad debe preparar un documento informativo conforme a la Circular 1/2017 de la CNMV, que incluya: (i) la valoración de las acciones ofrecidas; (ii) el procedimiento para que los accionistas expresen su preferencia; (iii) los plazos establecidos para lo mismo; (iv) el impacto financiero del *scrip dividend* en los resultados y en la cotización de la acción.

## 2.2 Fórmula que debe operar por defecto

La "fórmula" que opera por defecto (i.e., qué sucede si un accionista no se pronuncia) debe establecerse claramente en los acuerdos adoptados por la Junta General y en la documentación comunicada a los accionistas.

Conforme al artículo 276 de la LSC, corresponde a la junta general determinar tanto el momento como la forma de pago del dividendo en el acuerdo de distribución. No obstante, el plazo máximo legal para completar su abono es de 12 meses desde la fecha del acuerdo, calculado de fecha a fecha según el artículo 5 del Código Civil. Por ejemplo, si el acuerdo se adoptó en una junta celebrada el 30 de junio, el plazo finalizará el 30 de junio del año siguiente. En caso de que la junta no especifique los detalles, el dividendo deberá pagarse en el domicilio social a partir del día siguiente al acuerdo<sup>42</sup>.

Respecto a la modalidad de pago del dividendo, la regla general establece el pago en efectivo. Sin embargo, el pago en especie es posible si está contemplado en los estatutos o si cuenta con el consentimiento unánime de los socios. En relación con el consentimiento unánime de los socios, el desacuerdo por parte de la familia Azcona, impediría adoptar este sistema de pago en dividendos.

Por ello, el pago en efectivo podría ser la primera opción, pero no existe una obligación legal que la imponga por defecto. Sin embargo, en este caso en concreto, podemos analizar las ventajas y los inconvenientes de cada una de las opciones:

---

<sup>42</sup> Noviembre 2024, Lefebvre, "Memento Sociedades Mercantiles", apartado 9.837.

a) Reparto de dividendos en metálico como opción por defecto

Respetar el principio señalado por la familia Azcona, basado en la idea de que el dividendo en metálico es parte esencial del contrato de sociedad. En esta línea, la sociedad podría evitarse conflictos y objeciones de los accionistas minoritarios más tradicionales, como es el caso de la familia Azcona.

Según la doctrina establecida, el dividendo está configurado legalmente como un crédito que, por su naturaleza, se presume dinerario. Es decir, salvo que se pacte lo contrario, el socio de una sociedad de capital tiene derecho a recibir el dividendo aprobado por la junta en forma de dinero. Esto no se debe a que sea un crédito intrínsecamente dinerario, sino a la presunción de voluntad de las partes contratantes al invertir en una sociedad de capital (CC artículo 1258; CCom artículo 2). Al adquirir acciones o participaciones, se asume que los dividendos serán pagados en dinero.

Sin embargo, esta opción presenta unos inconvenientes que podrían ser presentados a la familia Azcona para tratar de que se replanteen la opción de *scrip dividend* y se vean beneficiados con dicha opción.

En primer lugar, afecta la liquidez de la empresa al reducir los recursos disponibles para operaciones, inversiones estratégicas o imprevistos, limitando así su flexibilidad financiera. Además, implica una oportunidad perdida de reinversión, ralentizando el crecimiento de la sociedad y, en algunos casos, obligándola a recurrir al endeudamiento, lo que incrementa los costos financieros. Desde una perspectiva fiscal, los dividendos en efectivo suelen generar una carga tributaria para los accionistas, lo que los hace menos atractivos en términos netos, y pueden resultar menos eficientes que la reinversión de beneficios.

b) Reparto de dividendos en acciones como opción por defecto

Esta opción, suele ser la fórmula preferida por las sociedades para reforzar el capital y reducir la salida de caja de la misma. Sin embargo y como es el caso, esta opción podría generar tensiones con accionistas tradicionales como la familia Azcona, quienes podrían alegar que esta opción vulnera sus derechos.

El argumento de la familia Azcona sobre el “derecho al dividendo en metálico como esencia del contrato de sociedad” debe evaluarse a la luz del mencionado artículo 276 de la LSC, que establece que los accionistas tienen derecho a participar en los beneficios

sociales, pero no especifica que deba ser exclusivamente en metálico. Esto permite a la ofrecer opciones de retribución alternativas, siempre que, como establece la LSC: (i) el esquema sea aprobado por la Junta General; (ii) los accionistas tengan el derecho a optar por el metálico.

Este último punto, en el peor de los casos, debido a la situación y descontento de la familia Azcona por no haber respetado su voto en la Junta General sobre la aprobación del proyecto de fusión, podrían votar en contra en la Junta General, y, dependiendo de la mayoría establecida en los estatutos sociales (o, en defecto, lo dispuesto en la LSC) sobre la toma de decisiones, podría ser decisivo para la implantación del programa de reparto de dividendos en acciones. En esta línea, el artículo 201 de la LSC establece que, salvo disposición contraria en los estatutos, los acuerdos sociales se adoptan por mayoría simple de los votos válidamente emitidos, siempre que estos representen, al menos, un tercio del capital social presente o representado en la reunión.

### 2.3 Ventajas y desventajas del programa scrip dividend

a) El programa de scrip dividend presentaría tanto ventajas como desventajas para la sociedad, sobre las que se debería valorar la implementación del mismo.

#### Ventajas<sup>43</sup>

- Conservación de liquidez: al ofrecer acciones como alternativa al dividendo en metálico, la sociedad disminuye los flujos de efectivo necesarios para retribuir a los accionistas. Esto es especialmente beneficioso para empresas que desean mantener su liquidez para proyectos estratégicos, inversiones de capital o reducción de deuda.
- Fortalecimiento del capital social: los accionistas que elijan recibir acciones contribuyen a reforzar el patrimonio neto de la sociedad, mejorando ratios financieros clave como el *leverage* (apalancamiento) y aumentando la capacidad de financiación futura.
- Flexibilidad financiera: permite ajustar la política de dividendos según las condiciones del mercado y las necesidades internas, ofreciendo una alternativa al pago en efectivo que puede ser más sostenible en ciertos contextos.

---

<sup>43</sup> 10 de noviembre de 2022, Equipo de Singular Bank, “Scrip dividend: ventajas e inconvenientes para el inversor”. Web: [www.blog.selfbank.es](http://www.blog.selfbank.es)

- Atracción de inversores institucionales: la opción de recibir acciones puede resultar atractiva para inversores institucionales que busquen incrementar su participación en una compañía con unas perspectivas de crecimiento de la misma.
- Ventajas fiscales para la sociedad: en comparación con el pago de dividendos íntegramente en metálico, la emisión de nuevas acciones mediante una ampliación liberada no genera la misma carga fiscal inmediata.

#### Desventajas<sup>44</sup>

- Costes asociados a la ampliación de capital: la emisión de nuevas acciones genera costes administrativos, legales y de registro, que deben ser gestionados al detalle para que la fórmula sea válida.
  - Dilución del capital social: la emisión de nuevas acciones incrementa el número total en circulación, lo que puede diluir el valor de las acciones existentes y afectar negativamente la cotización de las mismas, impactando así en el mercado bursátil.
  - Complejidad en la implementación: implementar un esquema de *scrip dividend* requiere una gestión rigurosa, especialmente en la comunicación con los accionistas y la coordinación del proceso de elección.
- b) Igualmente, para los accionistas deberían tenerse en cuenta las siguientes ventajas y desventajas:

#### Ventajas

- Flexibilidad en la retribución: los accionistas tienen la libertad de elegir entre recibir liquidez inmediata (dividendo en metálico) o incrementar su participación en la sociedad (dividendo en acciones). Esto es lo que algunos llaman la retribución híbrida<sup>45</sup>, y les permite adaptar su decisión a sus necesidades financieras y estratégicas.

A modo de ejemplo real, empresas como Repsol han implementado programas de *scrip dividend* que permiten a los accionistas decidir si prefieren recibir su retribución en efectivo o en acciones liberadas de la compañía<sup>46</sup>. Esta flexibilidad es una

---

<sup>44</sup> “Scrip dividend: ¿qué debes saber cómo inversor?”. Web: [www.openbank.es/open-to-learn/scrip-dividend](http://www.openbank.es/open-to-learn/scrip-dividend)

<sup>45</sup> “Scrip dividend: ¿qué debes saber cómo inversor?”. Web: [www.openbank.es/open-to-learn/scrip-dividend](http://www.openbank.es/open-to-learn/scrip-dividend)

<sup>46</sup> Web: [www.repsol.com/es/accionistas-inversores/informacion-bursatil/programa-de-dividendo-flexible/preguntas-frecuentes/index.cshtml](http://www.repsol.com/es/accionistas-inversores/informacion-bursatil/programa-de-dividendo-flexible/preguntas-frecuentes/index.cshtml)

característica distintiva de este sistema, diferenciándolo de los dividendos tradicionales que se abonan únicamente en efectivo.

- Ventajas fiscales: para los accionistas que opten por acciones, no existe una tributación inmediata en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), ya que no se considera un rendimiento del capital mobiliario. Esto puede ser especialmente ventajoso para aquellos que buscan diferir el pago de impuestos o incrementar su inversión sin incurrir en gastos adicionales<sup>47</sup>.
- Incremento del valor a largo plazo: el reparto de dividendos acciones aumenta la participación en una empresa con un crecimiento garantizado, lo que puede generar rendimientos más altos a largo plazo en comparación con recibir el dividendo en efectivo.
- Dilución en la opción del reparto en metálico: los accionistas que elijan recibir el dividendo en metálico verán reducida su participación porcentual en la sociedad, ya que su capital no se incrementará como el de aquellos que opten por el *scrip dividend*.

#### Desventajas

- Complejidad del esquema: los accionistas pueden no estar familiarizados con el funcionamiento del *scrip dividend*, como es el caso de la familia Azcona, lo que podría generar rechazo o confusión al valorar el sistema de reparto de dividendos y su consecuente voto en la Junta General.
- Impacto en la rentabilidad inmediata: el valor de las nuevas participaciones a repartir puede depender de la cotización bursátil al momento de la emisión, lo que, dependiendo del momento en el que ocurra, puede ser menos favorable que recibir un dividendo fijo en metálico.
- Percepción negativa del cambio: algunos accionistas, como la familia Azcona, pueden interpretar el esquema de *scrip dividend* como una pérdida de derechos o una alteración del espíritu inicial del funcionamiento de la sociedad, lo que genera, como es el caso, resistencia al cambio y tensiones internas.

En resumen de todo lo expuesto, se aporta la siguiente tabla para visualizar lo que supondría implantar el programa de *scrip dividend*:

---

<sup>47</sup> 10 de noviembre de 2022, Equipo de Singular Bank, “Scrip dividend: ventajas e inconvenientes para el inversor”. Web: [www.blog.selfbank.es](http://www.blog.selfbank.es)



	<b>Ventajas</b>	<b>Desventajas</b>
<b>Sociedad</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reducción de la salida de caja.</li> <li>- Fortalecimiento del capital social.</li> <li>- Atracción de inversores institucionales.</li> <li>- Flexibilidad financiera.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Costes asociados a la ampliación de capital.</li> <li>- Dilución del capital.</li> <li>- Complejidad operativa.</li> <li>- Impacto en la percepción del mercado.</li> </ul>
<b>Accionistas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Flexibilidad retributiva.</li> <li>- Beneficios fiscales.</li> <li>- Incremento del valor a largo plazo.</li> <li>- Monetización de derechos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dilución para quienes opten por metálico.</li> <li>- Complejidad del esquema.</li> <li>- Impacto en rentabilidad inmediata.</li> <li>- Resistencia de accionistas tradicionales.</li> </ul>

En cuanto a la delicada situación con la familia Azcona y el posible conflicto que pueda derivar de optar por la fórmula del scrip dividend, podría plantearse el Derecho de separación de la familia Azcona. En líneas generales, este derecho permite a los socios disconformes desvincularse de la sociedad en situaciones que alteran sustancialmente las condiciones bajo las cuales se asociaron. Según el artículo 346 LSC, los socios que no hayan votado a favor de determinados acuerdos, incluidos los socios sin voto, tienen derecho a separarse de la sociedad.

Concretamente, el apartado 3 del mencionado artículo, modificado por el Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, dispone que en los casos de modificación estructural (fusiones, escisiones, transformaciones, etc.), los socios tendrán el derecho de enajenación o separación en los términos establecidos en el libro primero de dicho Real Decreto-ley.

En el contexto de la familia Azcona, si la implementación del programa de scrip dividend implicara una modificación sustancial de los estatutos o de las condiciones esenciales de su participación en la sociedad, y ellos no estuvieran de acuerdo con dicha modificación,

podrían evaluar la posibilidad de ejercer su derecho de separación, siempre que se cumplan los supuestos y procedimientos establecidos en la LSC (artículo 347 y 348 LSC).

#### 2.4 Cuestiones fiscales sobre el scrip dividend

Cabe tener en cuenta el impacto del *scrip dividend* en el Impuesto sobre Sociedades (IS)<sup>48</sup>, dado que la entrega de acciones liberadas o derechos de asignación gratuita, cuando se financian con reservas provenientes de beneficios no distribuidos, se considera un dividendo a efectos fiscales. Esto significa que el ingreso obtenido se beneficia de la exención regulada en el artículo 21 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre del Impuesto sobre Sociedades, siempre que se cumplan los requisitos establecidos. En caso contrario, los ingresos se integrarán en la base imponible del perceptor. Asimismo, la Dirección General Tributaria establece que no es necesario practicar retención o ingreso a cuenta en el caso de la entrega de acciones liberadas o la enajenación de derechos en el mercado, pero sí procede hacerlo cuando los derechos son adquiridos por la propia sociedad emisora.

En el caso del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), el tratamiento fiscal del scrip dividend depende de la opción elegida por el accionista. Si se opta por recibir dividendos en metálico, estos se califican como rendimientos del capital mobiliario y tributan en la base imponible del ahorro a los tipos progresivos aplicables (19%-28%). En cambio, si se eligen acciones liberadas, estas no generan tributación inmediata, pero el coste de adquisición de las acciones antiguas se prorratea entre todas, afectando el cálculo de la ganancia patrimonial en caso de transmisión futura. Por otro lado, la venta de derechos de asignación gratuita en el mercado genera una ganancia patrimonial que se integra en la base del ahorro y no está sujeta a retención, mientras que su venta a la sociedad emisora se califica como un rendimiento del capital mobiliario, sometido a retención del 19%.

En resumen de lo acabado de exponer, el scrip dividend puede ofrecer ventajas fiscales en comparación con el reparto de dividendos en metálico, especialmente en términos de diferimiento de la tributación y ausencia de retenciones inmediatas.

---

<sup>48</sup> Octubre 2020, Pilar Álvarez Barbeito, GA-P, “El tratamiento fiscal del scrip dividend en el impuesto sobre sociedades y en el impuesto sobre la renta de no residentes” (pdf).

## **2. Otros sistemas como alternativa**

### **2.1 Phantom Shares**

En primer lugar, se podría implementar un sistema de *phantom shares* para incentivar a posibles inversores. Este mecanismo, conocido en España como acciones fantasma, es utilizado por las empresas para atraer y retener talento sin necesidad de otorgar acciones reales, de manera sencilla, flexible y siempre en base a la negociación entre las partes. Funcionan como un incentivo económico, ya que otorgan a los empleados de una sociedad derechos económicos equivalentes a los de una participación en el capital social de la empresa, pero sin conferirles derechos políticos (derecho de voto, derecho de asistencia a junta, derecho de información, etc.) ni de propiedad sobre dicho capital social. Básicamente, las *phantom shares* permiten a los empleados beneficiarse del éxito económico de la sociedad, recibiendo una bonificación basada en el valor de las acciones reales.

Cabe destacar que estos acuerdos no tienen que ser uniformes para todos los empleados que se beneficien de este esquema. Las *phantom shares* no cuentan con una regulación legal específica en nuestro país, lo que brinda a la empresa y al empleado una amplia flexibilidad para definir los términos de esta relación particular. Esto significa que existe total libertad para acordar las condiciones. En consecuencia, ambas partes podrán establecer las cláusulas y pactos que consideren más adecuados a sus intereses<sup>49</sup>.

De esta forma, la empresa concede al trabajador derechos económicos que son equivalentes o similares a los que corresponderían a una participación social o, en su caso, a una acción. Esto permite al empleado disfrutar de beneficios económicos comparables a los de un titular de participaciones en la compañía, con los términos y condiciones que ambas partes acuerden. Puede ser muy ventajoso para la sociedad cuando lo que se busque sea evitar conceder derechos políticos a nuevos inversores.

Desde un punto de vista fiscal, las *phantom shares* se consideran rendimientos del trabajo según lo establecido en la Ley General Tributaria (LGT) y las disposiciones aplicables de la Ley 35/2006, sobre el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), concretamente en lo establecido en el artículo 17.2.e). Habitualmente, su valor se incluye en la nómina del trabajador como un “bonus” o bonificación, y la empresa está obligada a

---

<sup>49</sup> 7 de febrero de 2024, Antonio Llano del Valle, Garrido, “Phantom shares: una alternativa flexible para la retención de talento”. Web: [www.garrido.es](http://www.garrido.es)

realizar las retenciones correspondientes conforme a lo dispuesto por la normativa tributaria vigente.

En definitiva, puede ser una herramienta eficaz para motivar, atraer y retener el talento en la sociedad. No obstante, los beneficiarios pueden no estar convencidos debido al hecho de que estas acciones fantasmas no otorgan acceso directo al capital social ni, por ende, los convierten en socios de la compañía.

## 2.2 Stock options

Otra opción para incentivar a futuros inversores, podría ser el conocido sistema de *stock options* o, en castellano, opciones sobre acciones. Estas opciones otorgan el derecho, pero no la obligación, de comprar acciones de la empresa a un precio predeterminado conocido como precio de ejercicio o “*strike price*”, ello dentro de un período específico (llamado período de ejercicio) y como parte de la retribución variable anexa al salario ya fijado. Esta herramienta ganó relevancia recientemente con la entrada en vigor de la Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes (conocida como “Ley de Startups”).

Esto es particularmente común en el caso de las startups, empresas emergentes basadas en ideas tecnológicas innovadoras que están en sus primeras etapas de desarrollo. Con frecuencia, dependen de rondas de financiación aportadas por terceros, ya que suelen estar enfocadas en el desarrollo de un producto o servicio que aún no ha salido al mercado. Además, estas opciones sobre acciones suelen estar disponibles solo por un tiempo limitado, lo que obliga al empleado a decidir con rapidez si desea aprovecharlas o dejar pasar la oportunidad.

Cuando un empleado decide recibir una parte de su retribución variable en forma de stock options, tiene la posibilidad de convertirse en un pequeño accionista de la empresa, aunque con una participación generalmente muy limitada. Si su contribución impulsa el éxito de la compañía y esta crece, el valor de sus acciones podría aumentar significativamente. En caso de que la empresa llegue a cotizar en bolsa y las acciones puedan venderse, la cantidad inicial a la que renunció podría transformarse en una ganancia sustancial.

En el caso de las startups, es esencial tener en cuenta que estas se caracterizan por modelos de negocio escalables con un enorme potencial de crecimiento. Ejemplos como PayPal, Amazon o YouTube ilustran cómo empresas que comenzaron con recursos modestos

lograron, en pocos años, alcanzar valoraciones de miles de millones de dólares y posicionarse como líderes mundiales.

Como recomendación final, la implementación del programa de *scrip dividend* sería una opción ventajosa para la empresa, siempre y cuando sea aprobada por la Junta General de la Sociedad y obtenga el voto favorable de la familia Azcona. Para ello, se debe proporcionar la información detallada a los accionistas (incluyendo el diferimiento fiscal), acaba de exponer, sobre las ventajas que ofrecería esta opción, incluyendo la equivalencia entre metálico, concretando un plazo, a ser posible breve, para la elección. Este enfoque equilibrado evitará litigios, fomentará la aceptación del programa y permitirá a la sociedad aprovechar las ventajas del scrip dividend, siempre bajo un marco de transparencia y cumplimiento normativo.

Sin embargo, para evitar cualquier conflicto, se recomienda establecer el dividendo en metálico como fórmula por defecto para evitar conflictos con los accionistas más tradicionales como la familia Azcona, pero la opción más beneficiosa para la evolución de la sociedad sería establecer la fórmula de *scrip dividend*. La implementación del programa de *scrip dividend* es una estrategia viable y beneficiosa para la sociedad fusionada, al ofrecer flexibilidad retributiva a los accionistas y preservar la liquidez para financiar el crecimiento.

## EXECUTIVE SUMMARY

El presente informe analiza la adquisición y reorganización de los activos de Estrella del Mar, S.A. y su integración con OceanShip, S.A., enfocándose en aspectos legales y estratégicos clave para el éxito de la operación.

**Reorganización Societaria:** Se propone centralizar las actividades bajo Estrella Gestión Puertos, S.L.U., mediante fusiones por absorción, optimizando la estructura corporativa y reduciendo riesgos legales.

**Procedimiento Sancionador:** La investigación de la CNMC y el proceso judicial en curso presentan riesgos significativos. Se recomiendan cláusulas de indemnidad y garantías para proteger al comprador.

**Participación en OceanShip, S.A.:** La adquisición del 29,7% podría implicar la obligación de lanzar una OPA. Se sugieren estrategias legales para mantener la participación por debajo del 30% y evitar dicha obligación.

**Programa de Scrip Dividend y Accionariado:** Se evalúan alternativas de retribución accionarial post-fusión, considerando impactos fiscales y regulatorios.

**Compromiso de No Competencia:** Se aconseja limitarlo a tres años y a áreas geográficas específicas, asegurando su proporcionalidad y cumplimiento con la normativa de competencia.

## BIBLIOGRAFÍA

- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.
- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.
- Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.
- Real Decreto de 24 de julio de 1889, del Código Civil.
- Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria.
- Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, Medidas para la transposición de directivas de la UE en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar. España.
- Comunicación de la Comisión Europea (2005/C 56/03)
- "Manual de fusiones y adquisiciones de empresas ", edición no 1, La Ley (pdf), 2016, Javier Tortuero Ortiz, Uría Menéndez.
- Memento de Sociedades Mercantiles (Lefebvre).