

Universidad Pontificia Comillas



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

Trabajo Fin de Máster Universitario

Acceso a la Abogacía y a la Procura

Especialidad Derecho de Empresa

Curso 2024/2025

Autor: Gonzalo Báscones Roca

Tutor: Max Thierfelder Grifoll

ÍNDICE

1. PARTE 1.....	5
1.1. El equipo directivo de Andalusia Harbors ha informado al fondo que, recientemente, voces del sector apuntan que la CNMC podría haber abierto un procedimiento sancionador a distintas compañías del sector con actividades en el norte de España. Tras hacer las comprobaciones oportunas, se confirma que, en diciembre de 2023, se abrió un expediente contra, entre otros, Estrella del Mar. Al parecer, el jefe de división de Estrella del Mar se habría reunido en repetidas ocasiones con sus homólogos en otras 4 compañías a los efectos de repartirse en qué subastas concurrir y así lograr maximizar los retornos económicos, hechos que afectarían en concreto a la concesión del puerto de Santander. Su cliente está muy preocupado con dicha cuestión y pide a su despacho que evalúe las potenciales consecuencias adversas y cómo protegerlas contractualmente en el contrato de compraventa, si es posible, así como cualquier otro mitigante que pueda adoptarse y le proporcione una recomendación...5	
1.1.1. INTRODUCCIÓN.....	5
1.1.2. CONSECUENCIAS	7
1.1.3. REDUCCIÓN EN EL PRECIO	8
1.1.4. APLAZAMIENTO DEL PAGO	8
1.1.5. USO DE CLÁUSULA INDEMNIZATORIA (SPECIFIC INDEMNITIES)	9
1.1.6. REPRESENTACIONES Y GARANTÍAS (REPRESENTATIONS & WARRANTIES).....	10
1.1.7. CONDICIÓN RESOLUTORIA (SUBSEQUENT CONDITION) Y CONDICIÓN SUSPENSIVA (CONDITION PRECEDENT).....	11
1.2. Su cliente le solicita una propuesta de reorganización societaria a los efectos de presentársela al grupo vendedor, y a resultas de la cual la totalidad de la actividad objeto de adquisición sea controlada por Estrella Gestión Puertos, la cual será la sociedad objeto de compraventa. Sobre este particular, le informa que el vendedor es totalmente contrario a hacer cualquier tipo de venta intragrupo, si se puede evitar. Asimismo, le pide una estimación razonable de calendario, así como que le avise de cualquier cautela que deba tener en cuenta, incluyendo a efectos de solicitar las debidas coberturas bajo el contrato de compraventa, tomando en consideración que la reorganización se produciría entre la firma y el cierre de la operación.....	12
1.2.1. INTRODUCCIÓN.....	12
1.2.2. SEGREGACIÓN	13
1.2.3. ESCISIÓN PARCIAL FINANCIERA.....	17
1.2.4. ACTUACIONES ENTRE LA FIRMA Y EL CIERRE	20
1.3. Durante el ejercicio de due diligence, se descubre la existencia de un procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros SA en reclamación de 36.000€ como consecuencia de los daños sufridos en una plataforma elevadora propiedad de su asegurado, ocasionados durante la realización de los trabajos de estiba llevados a cabo	

por una grúa pórtico propiedad de la sociedad Estrella del mar, en el puerto de Bilbao. El cliente desea conocer el alcance y consecuencias de dicho procedimiento en la operación. Profesionales que deberían intervenir y valoración de honorarios de los mismos.	21
1.3.1. INTRODUCCIÓN.....	21
1.3.2. PROTECCIÓN EN EL SPA FRENTE A LA CONTINGENCIA DETECTADA DE UN PROCEDIMIENTO JUDICIAL Y SU RESPECTIVO ALCANCE.....	21
1.3.3. PROFESIONALES QUE DEBERÍAN INTERVENIR EN EL PROCESO DE ASESORAMIENTO.....	22
1.3.4. VALORACIÓN DE HONORARIOS	24
1.4. Por último, a su cliente le preocupa mucho que el grupo vendedor pueda continuar compitiendo con el negocio objeto de desinversión, a cuyo efecto, le gustaría solicitar un compromiso de no competencia de 5 años de duración y aplicable a toda la región del mediterráneo. Le pide asesoramiento sobre este particular, y qué debe tener en cuenta, considerando que muy posiblemente la operación tenga que ser notificada a la CNMC para obtener autorización previa.	25
1.4.1. INTRODUCCIÓN.....	25
1.4.2. NOTIFICACIÓN A LA CNMC.....	26
1.4.3. VIABILIDAD DE LA CLÁUSULA DE NO COMPETENCIA POR 5 AÑOS	27
2. PARTE 2.....	28
2.1. Evalúe si es posible articular la operación de compraventa sin que surja la obligación de lanzar una OPA obligatoria.	28
2.1.1. INTRODUCCIÓN.....	28
2.1.2. ¿EXISTE OBLIGACIÓN DE LANZAR UNA OPA SOBRE OCEAN SHIP? ..	29
2.1.3. PROCEDIMIENTO PARA LA TRAMITACIÓN DE LA OPA.....	31
2.1.4. SUPUESTOS ADICIONALES DE ADQUISICIÓN DE CONTROL Y SU RELEVANCIA PARA LA OBLIGACIÓN DE LANZAR UNA OPA.....	32
2.2. En caso de que no sea posible, le piden que exponga en qué condiciones podría articularse la compraventa y por qué porcentaje.....	33
2.3. En relación con este punto, le informan que el Consejo de Ocean Ship tiene previsto lanzar un programa de recompra de acciones en los próximos meses que podría afectar hasta a un 1% del capital actualmente en circulación. En caso de que se aprobase, cuáles serían las consecuencias para Estrella del Mar.	34
2.4. Como parte de las conversaciones, su cliente le expone que los Consejos de sendas compañías podrían estar abiertos a explorar una combinación de negocios a través de una operación de fusión por la que OceanShip absorba Estrella del Mar. Le informa de que teniendo en cuenta el valor de ambas compañías la familia Machado pasaría a controlar aproximadamente un 57% de la sociedad resultante de la fusión. En relación con este punto, le piden que valore la posibilidad de articular la operación de forma tal que la familia Machado no tenga que lanzar una OPA obligatoria y, en su caso, qué requisitos deben cumplirse.....	35
2.4.1. INTRODUCCIÓN.....	35

2.4.2.	DISPENSA DE LA CNMV	36
2.4.3.	PROCEDIMIENTO PARA LA OBTENCIÓN DE LA EXENCIÓN POR PARTE DE LA CNMV	36
2.5.	Calendario y principales pasos para realizar dicha integración, desde un punto de vista de derecho societario y mercado de valores, tomando en consideración su respuesta al punto anterior.....	37
2.5.1.	INTRODUCCIÓN.....	37
2.5.2.	CALENDARIO Y PRINCIPALES PASOS PARA REALIZAR LA FUSIÓN ATENDIENDO AL RÉGIMEN DE SOCIEDADES COTIZADAS.....	40
2.6.	La familia Machado recibe en una notificación de la familia Azcona anunciando acciones legales derivadas de la aprobación de la fusión sin su voto que incluyen, la anulación del acuerdo de fusión por contravenir lo estipulado en el pacto de accionistas y reclamación de daños. Su cliente está interesado en conocer los visos de prosperar que tiene la acción y, si a su juicio, dicha acción podría afectar a la validez de la fusión, distinguiendo si está ya se ha inscrito o no, de ser procedente.	42
2.6.1.	INTRODUCCIÓN:.....	42
2.6.2.	CONCEPTO TEÓRICO DE LOS PACTOS DE ACCIONISTAS.....	43
2.6.3.	DEBATE DOCTRINAL SOBRE LA OPONIBILIDAD O INOPONIBILIDAD DE LOS PACTOS	44
2.6.4.	INOPONIBILIDAD DE LOS PACTOS DE ACCIONISTAS SEGÚN LA JURISPRUDENCIA.....	46
3.	PARTE 3.....	47
3.1.	Los bancos que asesoran a la sociedad recurrentemente le sugieren que instaure un esquema de scrip dividend que combine, a elección del accionista, la posibilidad de recibir un dividendo en metálico o acciones por un valor equivalente. En este contexto, le piden ayuda para que por favor les guíe en la implementación de un programa de este tipo. A este respecto, le recuerdan que la familia Azcona continúa muy beligerante y ya ha expresado en una dura carta dirigida a la oficina del accionista su oposición plena al nuevo esquema retributivo expresando que “el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad”	47
3.1.1.	INTRODUCCIÓN.....	48
3.1.2.	EL SCRIP DIVIDEND.....	48
3.1.3.	PROGRAMA DE SCRIP DIVIDEND AJUSTADO A LAS NECESIDADES DE OCEAN SHIP	49
3.1.4.	IMPOSIBILIDAD DE INSTAURACIÓN DEL DIVIDENDO FLEXIBLE SI NO SE CUENTA CON LA AUTORIZACIÓN DE TODOS LOS ACCIONISTAS.	50
	BIBLIOGRAFÍA	51
	LEGISLACIÓN.....	53
	JURISPRUDENCIA.....	54

I. Resumen del Trabajo de Fin de Máster

A lo largo del presente trabajo de fin de máster, asumiremos el rol de asesores legales con el objetivo de proporcionar un análisis fundado y detallado de las cuestiones planteadas. Nuestra opinión se basará siempre en una interpretación rigurosa de la legislación aplicable, en prácticas habituales del ámbito jurídico y en precedentes jurisprudenciales relevantes.

El trabajo se estructurará en tres partes, cada una abarcando diferentes áreas del derecho mercantil:

- Parte 1: en esta sección, actuaremos como abogados del fondo de inversión Atlas Capital, el cual nos solicita asesoramiento para la adquisición de una filial de Estrella del Mar, S.A. En este contexto abordaremos (i) asesoramiento contractual, donde propondremos mecanismos de protección en el contrato de compraventa para mitigar las contingencias detectadas durante la *due diligence*, (ii) modificaciones estructurales, donde analizaremos una reestructuración societaria que facilite la adquisición por parte de Atlas Capital en Estrella Gestión Puertos, S.L.U., y (iii) el derecho de la competencia, donde garantizaremos que la operación respete el libre mercado, asegurando que no genere conflictos competitivos para Estrella del Mar, S.A., ni para Atlas Capital.

- Parte 2: en esta sección, defenderemos los intereses, en este caso, de Estrella del Mar S.A., la cual nos manifiesta su intención de adquirir una participación significativa en la sociedad cotizada Ocean Ship S.A. En ese sentido, abordaremos: (i) la normativa de mercados de valores, donde evaluaremos las posibilidades de realizar la adquisición mediante compraventa de acciones o, en su defecto, si será necesario recurrir a una Oferta Pública de Adquisición, (ii) fusión entre Estrella del Mar S.A., y Ocean Ship S.A., donde estudiaremos la viabilidad y los procedimientos legales para llevar a cabo una eventual fusión con la particularidad del régimen de cotizadas y, por último (iii) pactos de accionistas, donde analizaremos su aplicabilidad frente a Estrella del Mar S.A. y las implicaciones legales asociadas.

- Parte 3: en esta última parte, más breve, analizaremos la viabilidad de instaurar una política alternativa de retribución para los accionistas de Estrella del Mar, S.A., basada en un dividendo en acciones (*scrip dividend*).

Este trabajo se caracteriza por la amplitud y profundidad de los temas abordados, los cuales plantean retos legales variados y significativos. A medida que avancemos, surgirán cuestiones específicas que serán objeto de análisis detallado, siempre con un enfoque práctico y fundamentado.

Dicho esto, procedemos a desarrollar la primera cuestión.

1. PARTE 1.

1.1. El equipo directivo de Andalusia Harbors ha informado al fondo que, recientemente, voces del sector apuntan que la CNMC podría haber abierto un procedimiento sancionador a distintas compañías del sector con actividades en el norte de España. Tras hacer las comprobaciones oportunas, se confirma que, en diciembre de 2023, se abrió un expediente contra, entre otros, Estrella del Mar. Al parecer, el jefe de división de Estrella del Mar se habría reunido en repetidas ocasiones con sus homólogos en otras 4 compañías a los efectos de repartirse en qué subastas concurrir y así lograr maximizar los retornos económicos, hechos que afectarían en concreto a la concesión del puerto de Santander. Su cliente está muy preocupado con dicha cuestión y pide a su despacho que evalúe las potenciales consecuencias adversas y cómo protegerlas contractualmente en el contrato de compraventa, si es posible, así como cualquier otro mitigante que pueda adoptarse y le proporcione una recomendación.

1.1.1. Introducción

Cuando un inversor o comprador decide evaluar la adquisición de una empresa, uno de los primeros pasos esenciales es la conformación de un equipo multidisciplinar de profesionales que lleve a cabo una *due diligence*. Este proceso, que detallaremos a continuación, es fundamental para garantizar un análisis exhaustivo de la situación de la empresa objetivo. En

este contexto, el papel de los abogados es indispensable, ya que proporcionan un análisis jurídico detallado que sirve de base para la toma de decisiones estratégicas.

En el ámbito de las operaciones de compraventa societaria, también conocidas como M&A (*Mergers and Acquisitions*), el procedimiento de *due diligence* constituye un pilar esencial. Este proceso consiste en una revisión exhaustiva cuyo objetivo principal es elaborar un informe que identifique y analice: (i) riesgos detectados (contingencias), (ii) consecuencias jurídicas derivadas, y (iii) posibles soluciones para mitigarlos. Este informe ofrece una visión integral (360°) de la empresa objetivo, permitiendo al comprador evaluar los beneficios y riesgos de la operación. A partir de estas conclusiones, los abogados negocian los términos y condiciones del contrato, maximizando la protección e intereses del cliente (Álvarez, 2024).

El proceso de *due diligence* no solo resulta fundamental para evaluar si una operación societaria es viable o conveniente, sino también para equilibrar la asimetría informativa entre las partes involucradas. Generalmente, el vendedor dispone de más información sobre la empresa objeto de la transacción, lo que podría situarlo en una posición de ventaja frente al comprador durante la negociación. Por ello, uno de los objetivos clave de la *due diligence* es garantizar que ambas partes cuenten con información suficiente para negociar en condiciones de igualdad. En este contexto, el vendedor tiene la obligación de actuar de buena fe y proporcionar toda la información relevante que permita al comprador formarse un conocimiento fundado de la empresa. A su vez, el comprador debe asumir la responsabilidad de revisar de manera diligente esa información, reconociendo los riesgos inherentes al proceso, conforme al principio *caveat emptor* (Charro, 2019).

En el contexto del presente caso, nuestro cliente, el fondo Atlas Capital (en adelante, “**Atlas**”, el “**Cliente**”, el “**Fondo**” o el “**Comprador**”), tiene el derecho y la necesidad de obtener información completa sobre la operación de compraventa (en adelante, la “**Operación**” o la “**Transacción**”) de Estrella Gestión Puertos, S.L.U. (en adelante, la “**Target**” o “**Estrella Gestión Puertos**”). Posteriormente, se prevé la integración de esta ésta mediante fusión con Andalucía Harbour. La vendedora en este caso es Estrella del Mar, S.A., matriz del grupo (en adelante, el “**Vendedor**” o “**Estrella del Mar**”). El Comprador y el Vendedor serán referidos indistintamente como las “**Partes**”.

Una vez claras y expuestas las Partes integrantes de esta primera sección, comenzamos con el primer análisis del presente trabajo.

Si en el seno de las negociaciones entre las Partes se descubre en el informe de *due diligence* que Estrella del Mar se encuentra inmersa, como es en este caso, en un procedimiento sancionador iniciado por la Comisión Nacional de Mercados y de Competencia (en adelante, “CNMC”) las posibles consecuencias y las medidas necesarias para proteger a nuestro Cliente de las mismas en el contrato de compraventa (en adelante, el “SPA” (*Share Purchase Agreement*)) son las siguientes:

1.1.2. **Consecuencias**

El hecho de identificar, en el marco de la *due diligence*, que el Vendedor se encuentra inmerso en procedimientos sancionadores abiertos por la CNMC plantea riesgos significativos para nuestro Cliente. Estos riesgos no se limitan únicamente al ámbito financiero, derivados de la posible imposición de sanciones económicas (que, según la normativa aplicable, pueden ser cuantiosas como veremos), sino que también incluyen además riesgos reputacionales y posibles futuros inconvenientes a la hora de participar en los concursos de contratación pública. Estos últimos podrían afectar negativamente la posición competitiva del Comprador en el mercado, tanto frente a sus clientes como a sus proveedores.

Para ser más precisos, el hecho de que el jefe de Estrella del Mar se reuniese con sus homólogos a los efectos de repartir en qué subastas concurrir y lograr así maximizar los retornos económicos constituye una práctica prohibida en el marco del derecho de la competencia ya que se estaría vulnerando el principio de la libre competencia al limitar la rivalidad entre ellas.

Concretamente, resultará de aplicación en este caso la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (en adelante, “LDC”), donde, en virtud de su artículo 1, se establecen las conductas prohibidas en el mercado: “*Se prohíbe todo acuerdo, decisión o recomendación colectiva, o práctica concertada o conscientemente paralela, que tenga por objeto, produzca o pueda producir el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia en todo o parte del mercado nacional*”. Estas conductas, en virtud del artículo 63 de la LDC, se consideran infracciones muy graves y pueden dar lugar a la imposición de multas de hasta el 10% del

volumen de negocio de la empresa infractora en el ejercicio anterior y, en caso de que no sea posible determinar dicho volumen de negocio, la sanción podrá alcanzar un importe superior a los 10 millones de euros.

Conociendo estas las posibles sanciones a las que podría enfrentarse Estrella del Mar y teniendo en cuenta que Estrella Gestión Puertos, como filial, puede ser considerada responsable de los daños cometidos por su matriz (Estrella del Mar), siempre que ambas formen parte de una unidad económica, según lo establecido por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en adelante, “TJUE”) en su sentencia en el caso *Sumal* (C-882/19), consideramos, por todo ello relevante, como asesores legales del Fondo, la adopción de medidas contractuales específicas que protejan eficazmente los intereses de nuestro Cliente y mitiguen el impacto de esta contingencia en el SPA.

A continuación, en los puntos 1.1.3 y siguientes, se detallan las estrategias y cláusulas contractuales que consideramos más adecuadas para alcanzar estos objetivos.

1.1.3. **Reducción en el precio**

Como primera medida, sería razonable plantear la posibilidad de negociar una reducción en el precio de compra o un ajuste del precio como consecuencia de los riesgos identificados. Sin embargo, cabe anticipar que el Vendedor podría mostrar reticencia a aceptar esta opción, argumentando que no se trata de un daño actual sino de un riesgo potencial o futuro (Martín, 2024).

1.1.4. **Aplazamiento del pago**

En segundo lugar, si el Fondo considerase que ese riesgo de multa no es susceptible de ser asumido en ningún caso por lo comentado anteriormente (pero además por ser Santander un puerto clave en el negocio) y porque exista una probabilidad razonable de materialización, proponemos como alternativa a la reducción del precio, recurrir al aplazamiento del pago de una parte del precio. Este aplazamiento consistiría en retener una parte del precio de compra, equivalente a la estimación del valor de los riesgos detectados, en una cuenta de depósito (*escrow account*) (Ortiz, 2024). De este modo, el Vendedor recibiría el importe retenido

únicamente si, transcurrido un plazo determinado, el procedimiento sancionador de la CNMC se resuelve sin consecuencias económicas negativas para el Vendedor.

En este punto, es importante asesorar a nuestro Cliente que el Vendedor esto lo podrá aceptar siempre y cuando se le otorguen una serie de garantías a su favor para asegurarse el cobro de la cantidad aplazada una vez resuelta la contingencia (Ortiz, 2024). Algunos ejemplos habituales en contratos de M&A, pueden consistir en (i) avales bancarios, (ii) garantías matriz-filial, (*parent company guaranty*), cartas de patrocinio (*comfort letters*) o incluso como se mencionaba anteriormente, un depósito (*escrow account*).

1.1.5. **Uso de cláusula indemnizatoria (*specific indemnities*)**

Como alternativa al aplazamiento del pago, y en atención a la misma categoría de riesgos identificados, proponemos al Comprador el uso de una cláusula indemnizatoria (*specific indemnities*). Esta herramienta, desde nuestro punto de vista, es una solución especialmente adecuada para este caso concreto y, además, puede resultar más aceptable para el Vendedor.

A diferencia de una retención del precio, las *specific indemnities* permiten al Vendedor recibir el importe íntegro en el momento del cierre de la Operación. Sin embargo, es fundamental aclarar que esta cláusula solo debería ser pactada si como abogados del Fondo tenemos garantías de que (i) el Vendedor cuenta con la solvencia suficiente para hacer frente a un eventual pago y (ii) no existan circunstancias que puedan derivar en conflictos relacionados con la reclamación de la indemnización (Álvarez, 2024).

Las *specific indemnities* son un mecanismo de protección diseñado para que el Comprador pueda reclamar una indemnización al Vendedor si los riesgos identificados se materializan. En esencia, funcionan como una garantía específica frente a contingencias conocidas de antemano. En este caso particular, actuarían como remedio si el procedimiento sancionador de la CNMC concluyera con una multa.

Para la activación de esta cláusula, será esencial que se contemplen las siguientes condiciones: (i) identificación clara del responsable, (ii) regulación del procedimiento de reclamación y (iii) delimitación precisa del riesgo.

1.1.6. Representaciones y Garantías (*Representations & Warranties*)

Las cláusulas de representaciones y garantías (*representations & warranties*) son herramientas contractuales esenciales en los contratos de compraventa de sociedades, ya que identifican los aspectos que el Comprador ha considerado clave para tomar la decisión de adquirir la Target. Estas cláusulas obligan al Vendedor a proporcionar una descripción completa, veraz y exacta de la situación de la misma, sin omitir información relevante que el Comprador debería haber considerado antes de cerrar la Operación (Perera, 2019).

Aunque en este caso concreto la contingencia relacionada con el procedimiento sancionador de la CNMC ya ha sido identificada durante la *due diligence*, y por ello podría considerarse que estas cláusulas no aplican de manera estricta, existe la posibilidad de darle un enfoque más amplio para reforzar la protección del Comprador.

En este contexto, recomendamos incluir una cláusula en la que el Vendedor garantice que (i) no existen otras contingencias similares no reveladas y (ii) que la información proporcionada es veraz, completa y se ajusta a la imagen fiel.

En este sentido, la incorporación de esta cláusula permitiría a nuestro Cliente recurrir a un procedimiento de reclamación en caso de que, tras el cierre de la Operación (*post-closing*), se descubran contingencias adicionales que no fueron reveladas de manera diligente por el Vendedor.

Como conclusión, le informamos a Atlas de la importancia estratégica de las representaciones y garantías porque (i) el Vendedor asume la obligación de indemnizarnos si se demuestra que la información proporcionada era inexacta o incompleta y (ii) eso indirectamente se traduce en un incentivo a la transparencia por parte de Estrella del Mar a la hora del intercambio de información, ante la posibilidad de responsabilidad por omisiones o inexactitudes en la información intercambiada (Pomar, 2024).

1.1.7. **Condición Resolutoria (*Subsequent Condition*) y Condición Suspensiva (*Condition Precedent*)**

Para finalizar este análisis, y como abogados del Fondo, consideramos esencial mencionar la posibilidad de incorporar una condición suspensiva o una condición resolutoria, dependiendo de dos escenarios diferenciados.

La razón principal para recomendar estas medidas radica en la incertidumbre asociada al procedimiento sancionador de la CNMC. Como hemos destacado previamente, existen precedentes de sanciones emitidas por la CNMC con importes muy elevados, cuyos efectos económicos y reputacionales podrían ser devastadores para nuestro Cliente. Además, este riesgo no se limita al ámbito económico como ya hemos expuesto anteriormente, sino que también incluye la posibilidad de exclusión en futuras licitaciones públicas o el deterioro de nuestra fiabilidad como contratista en el sector público. Por ello, si dicho escenario llegara a materializarse, es razonable suponer que el Comprador no hubiese estado dispuesto a seguir adelante con la Operación bajo los términos acordados inicialmente, lo que se conoce comúnmente en M&A como *Red Flags*.

Por lo tanto, debemos diferenciar entre (i) condición suspensiva (si hubiese un diferimiento entre firma y cierre, concepto que explicaremos más adelante en el apartado 1.2.4) donde la efectividad de la Operación quedaría condicionada a que no se produzca una sanción significativa por parte de la CNMC o a que el impacto de dicha sanción fuese limitado. Aunque lo más habitual es que las condiciones suspensivas sean positivas, también existen casos en los que las Partes acuerdan condicionar la Operación a que no se materialicen diferentes supuestos antes de una fecha específica, como en el caso que nos ocupa (Ortiz, 2024), y (ii) una condición resolutoria (si no hubiese diferimiento entre firma y cierre) lo que implicaría que, si el riesgo de la sanción por parte de la CNMC se materializase después del cierre de la Operación, la Transacción quedaría resuelta sin que nuestro Cliente asuma obligaciones adicionales (Nicosia, 2019).

En ambos casos, el objetivo principal es proteger a nuestro Cliente frente a riesgos asociados al procedimiento sancionador y evitar así consecuencias económicas y reputacionales devastadoras.

1.2. Su cliente le solicita una propuesta de reorganización societaria a los efectos de presentársela al grupo vendedor, y a resultas de la cual la totalidad de la actividad objeto de adquisición sea controlada por Estrella Gestión Puertos, la cual será la sociedad objeto de compraventa. Sobre este particular, le informa que el vendedor es totalmente contrario a hacer cualquier tipo de venta intragrupo, si se puede evitar. Asimismo, le pide una estimación razonable de calendario, así como que le avise de cualquier cautela que deba tener en cuenta, incluyendo a efectos de solicitar las debidas coberturas bajo el contrato de compraventa, tomando en consideración que la reorganización se produciría entre la firma y el cierre de la operación.

1.2.1. Introducción

La reorganización societaria basada en la Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio (en adelante, “LME”) es una herramienta común en la práctica mercantil. Este tipo de operaciones permite a las empresas adaptarse a las necesidades económicas y operativas del entorno mediante cambios estructurales significativos que van más allá de simples modificaciones estatutarias.

Nos interesa aplicar este régimen porque la LME prevé la característica de la sucesión universal. Esto es, a nuestros efectos que, al tener claros los activos y pasivos objeto de transmisión a la correspondiente sociedad beneficiaria, ésta se hará de manera automática, sin necesidad de cumplir con los requisitos de una transmisión singular de cada uno de éstos.

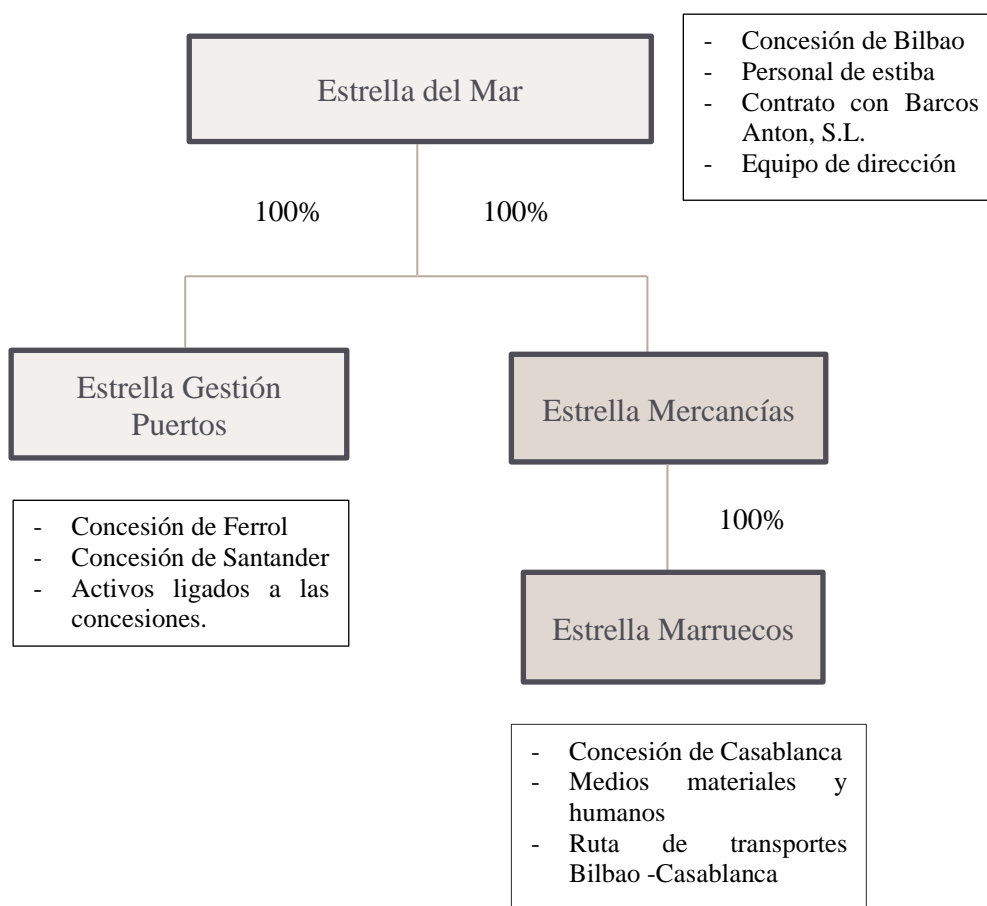
Según la LME, las operaciones que se engloban dentro de este marco incluyen, entre otras: fusiones, escisiones (totales o parciales, donde encuadramos la segregación), cesiones globales de activos y pasivo y cambios de domicilio social al extranjero.

En este caso, el objetivo principal de la reorganización es garantizar que la Target controle íntegramente la actividad objeto de la adquisición, centrada exclusivamente en la gestión portuaria. De este modo, Estrella del Mar se limitaría a las actividades relacionadas con el transporte de mercancías, facilitando al Fondo un cierre de la Operación lo más sencillo posible. Esta reorganización permitirá que haya un único vendedor y que la transmisión de las

participaciones sociales sea más ágil, una vez separados los negocios de gestión portuaria y transporte de mercancías.

A continuación, presentaremos las modalidades societarias que consideramos más adecuadas para estructurar esta simplificación, así como las consideraciones pertinentes para el periodo interino y que entendemos que esta reorganización es un elemento indispensable para satisfacer las necesidades de nuestro Cliente.

La estructura inicial es la siguiente:



1.2.2. Segregación

La estrategia diseñada para simplificar de la mejor manera posible la estructura de la Operación y facilitar la adquisición por parte del Fondo, garantizando que Estrella Gestión Puertos controle

todos los elementos esenciales del negocio portuario, se desarrollará en dos fases (en adelante la “**Reestructuración**” o la “**Reorganización**”).

El primer paso que proponemos es que se lleve a cabo una segregación (en adelante, la “**Segregación**”). Definida la misma en virtud del artículo 61 de la LME como “*el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica, a una o varias sociedades, recibiendo a cambio la sociedad segregada acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias*”.

Por tanto, basándonos sobre esta explicación y limitándonos exclusivamente a la aplicación del artículo, entendemos que lo correcto sería llevar a cabo una Segregación de Estrella del Mar, (en adelante para este apartado, “la **Segregada**” o la “**Sociedad Segregada**”), la cual procederá a transmitir determinados activos y actividades clave relacionados con la gestión portuaria como una unidad económica (en adelante, “**Negocio**”) como: (i) la concesión administrativa del Puerto de Bilbao, (ii) el contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L. (donde le arrendamos una flota de remolcadores para realizar actividades ordinarias del día a día), (iii) el equipo directivo que presta servicios a la actividad portuaria (matiz en este punto ya que parte de estos trabajadores también prestan servicios a la otra filial, Estrella Mercancías, S.L.U., por lo que habrá que regular este apartado laboralmente), y por último (iv) el personal que presta tareas de soporte a la actividad de estiba a, todo ello en bloque y por sucesión universal a Estrella Gestión Puertos (la cual en adelante para este apartado se conocerá también como “**Beneficiaria**” o “**Sociedad Beneficiaria**”).

Por todo ello, la Sociedad Segregada, que aclaramos no se extingue, recibirá participaciones de la Sociedad Beneficiaria como contraprestación por el Negocio aportado. No obstante, este proceso implica una serie de formalismos legales que, en gran medida, comparten similitudes con los procedimientos aplicables a la fusión. Dichos aspectos serán analizados de manera exhaustiva más adelante, en los apartados 2.5.1 y 2.5.2, dado que el artículo 63 de la LME establece que la escisión, categoría en la que se enmarca la Segregación, se regirá por las normas establecidas para la fusión.

Por lo tanto, para evitar redundancias, ya que este procedimiento será tratado con mayor profundidad en los apartados mencionados, a continuación enumeramos de forma superficial

los trámites generales que deberán llevarse a cabo: (i) elaboración del proyecto de Segregación del Negocio, (ii) informe del órgano de administración sobre dicho proyecto, (iii) informe de experto independiente, si fuese requerido, (iv) certificación de los acuerdos del órgano de administración aprobando el proyecto y el informe, (v) anuncio informando a los accionistas y acreedores de lo acordado, (vi) certificación del acta de la Junta General de la Sociedad Segregada aprobando la Segregación, y (vii) su posterior elevación a público mediante escritura e inscripción en el Registro Mercantil.

Es decir, lo descrito anteriormente correspondería a un procedimiento ordinario. Sin embargo, un aspecto relevante en nuestro caso es que la Segregación cumple con las características para ser considerada “simplificada”. Esta modalidad, como su nombre indica, permite simplificar significativamente el proceso, incluyendo la reducción del contenido requerido en el proyecto de Segregación. Concretamente, el artículo 71.2 de la LME simplifica los requisitos de la Segregación cuando, entre otras cosas, se realice en favor de sociedades íntegramente participadas, como es nuestro, pues Estrella del Mar posee el 100% de Estrella Gestión Puertos. En tales casos, se podrá prescindir tanto del informe del órgano de administración, como del informe de experto independiente, no así del balance de Segregación que será de obligación aportarlo (Lefebvre, 2024).

Pero es que, además, el hecho de que la Sociedad Beneficiaria esté íntegramente participada por la Sociedad Segregada permite aplicar el régimen del 56.1 de la LME relativo a los “*Supuestos asimilados a la absorción de sociedades íntegramente participadas*” y por remisión de éste, el régimen del artículo 53.1.3. de la LME, el cual permitirá a la Sociedad Beneficiaria no realizar un aumento de capital (Barbón, 2024).

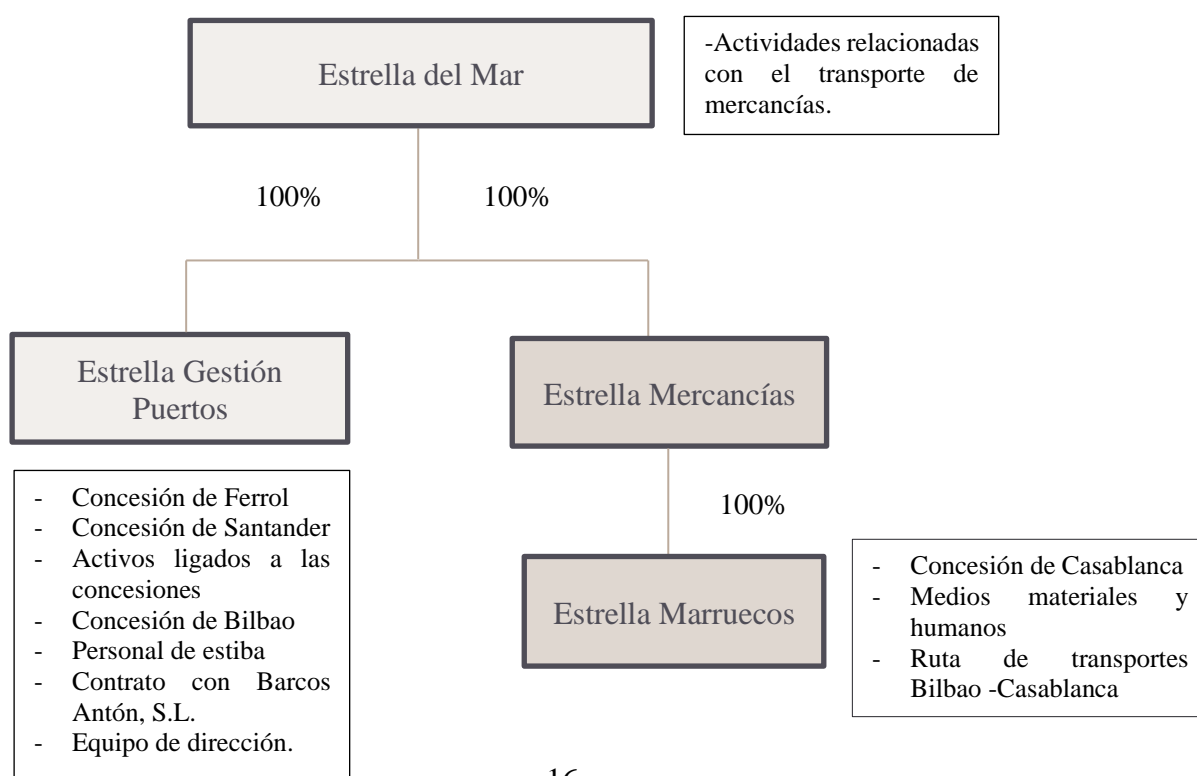
Recapitulando y aplicando este régimen a nuestro caso de manera clara y sencilla, debido a las condiciones específicas de la Reestructuración, no será necesario que la Sociedad Beneficiaria realice un aumento de capital por la aportación del Negocio de la Segregada. En su lugar, el valor de dicha aportación se reflejará en su balance como una reserva disponible y como contraprestación, la Sociedad Segregada, al estar íntegramente participada por la Beneficiaria, no recibirá nuevas participaciones, sino que verá incrementado el valor contable de las participaciones de la Beneficiaria que ya figuran en su balance. Esto, además, elimina la

necesidad de nombrar un experto independiente, simplificando aún más el procedimiento (Barbón, 2024).

En resumen, y para finalizar el apartado de la Segregación, las particularidades de esta Reorganización permitirán que Estrella del Mar aporte el Negocio a Estrella Gestión Puertos, recibiendo a cambio un incremento patrimonial en el valor de las participaciones que ya poseía. Por su parte, Estrella Gestión Puertos incorporará la aportación como una reserva disponible, lo que justifica la ausencia de un aumento de capital.

A efectos meramente informativos, es importante señalar que esta Segregación no debe confundirse con una aportación no dineraria, ya que esta última se rige por las normas relativas a la ampliación de capital dispuestas en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “LSC”) y no por las disposiciones de la LME. En el caso de una aportación no dineraria, el traspaso del Negocio se realizaría a título particular, lo que implicaría la necesidad de obtener el consentimiento de las contrapartes de las relaciones jurídicas transmitidas, pues no aplicaría el régimen de la sucesión universal (Lefebvre, 2024).

De esta forma, el primer apartado de la Reestructuración quedaría tal que así:



1.2.3. **Escisión Parcial Financiera**

Una vez definida la primera fase de la Reestructuración, en la que Estrella Gestión Puertos asumirá el control de: (i) la Concesión Ferrol, (ii) la Concesión Santander, (iii) los activos vinculados a dichas concesiones, incluida la Concesión Bilbao, (iv) el personal de tierra especializado en estiba, (v) el contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L., y (vi) el equipo de dirección, pasamos a detallar la siguiente fase del proceso de la Reorganización.

En este contexto, y considerando el esquema gráfico arriba presentado que ofrece una visión más clara de la estructura propuesta, entendemos que la vía adecuada para llevar a cabo esta segunda fase de la Reorganización es mediante una escisión parcial de Estrella Mercancías en favor de Estrella Gestión Puertos (en adelante, la “**Escisión Parcial**”).

Como venimos afirmando, esta segunda fase se centra en reestructurar Estrella Mercancías, S.L. (en adelante, “**Estrella Mercancías**” o la “**Sociedad Escindida**” o la “**Escindida**”), cuyas participaciones son íntegramente titularidad de Estrella del Mar, y Estrella Marruecos, S.L.U. (en adelante, “**Estrella Marruecos**”), cuya titularidad es al 100% de Estrella Mercancías.

El objetivo de esta fase es concentrar el resto del Negocio, actualmente ubicado en Estrella Marruecos en Estrella Gestión Puertos (en adelante, para este apartado, la “**Sociedad Beneficiaria de la Escisión**”). Este resto del Negocio incluye: (i) la Concesión de Casablanca (Marruecos), (ii) los medios materiales y humanos asociados a dicha concesión, y (iii) la ruta de transporte Bilbao-Casablanca.

Como resultado de este proceso, las participaciones de la Sociedad Beneficiaria de la Escisión Parcial serán atribuidas nuevamente a Estrella del Mar como contraprestación (y no a Estrella Mercancías como a continuación veremos), lo que permitirá que Estrella del Mar concentre todas las participaciones de la Sociedad Beneficiaria de la Escisión de cara a facilitar el proceso de la Operación.

De acuerdo con la LME, en virtud de su artículo 60, se define Escisión Parcial como: “*el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica, a una o varias sociedades de*

nueva creación o ya existentes, recibiendo los socios de la sociedad que se escinde un número de acciones, participaciones de las sociedades beneficiarias de la escisión proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde”.

De esta forma, y de nuevo, aplicando la literalidad del artículo, esto supondría el traspaso del resto de Negocio mencionado de la Sociedad Escindida a la Sociedad Beneficiaria de la Escisión. En este caso, y a diferencia de lo ocurrido en la Segregación, las participaciones de la Sociedad Beneficiaria de la Escisión serán atribuidas directamente a su socio único, que es Estrella del Mar, y no a la Sociedad Escindida, lo cual, a nuestros efectos, resulta una buena estrategia porque como venimos exponiendo, como abogados del Fondo, nos interesa que las participaciones de la Sociedad Beneficiaria de la Escisión pertenezcan a un solo socio para que luego, en el SPA solo haya un Vendedor y se cumpla, en definitiva, la esencia de la Reestructuración en la que venimos asesorando.

Por recapitular, las principales características de esta Escisión Parcial son: (i) Estrella Mercancías no se extingue, simplemente reduce su capital (ii) el Negocio se transfiere en bloque y a título universal a Estrella Gestión Puertos y (iii) la contraprestación consistirá en la asignación de participaciones de Estrella Gestión Puertos a Estrella del Mar.

Ahora bien, de nuevo, aquí encontramos matices y particularidades. Lo cierto es que realmente el resto del Negocio en sí objeto de traspaso, lo ostenta no la Sociedad Escindida sino su filial, que recordemos, que es Estrella Marruecos y si nos atañamos a la literalidad del enunciado, de Estrella Mercancías solo nos dice o solo hace referencia a su tenencia de participaciones (aunque, como veremos, asumimos que tiene actividades adicionales independientes a la actividad de gestión portuaria para que no se extinga).

Por este motivo, debemos remitirnos al régimen de la escisión parcial financiera (en adelante, la “**Escisión Parcial Financiera**”), definida en el artículo 76.2 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, “**LIS**”). Según este artículo, se considera Escisión Parcial Financiera “*la operación por la cual una entidad segrega una parte de su patrimonio social, constituida por participaciones*”.

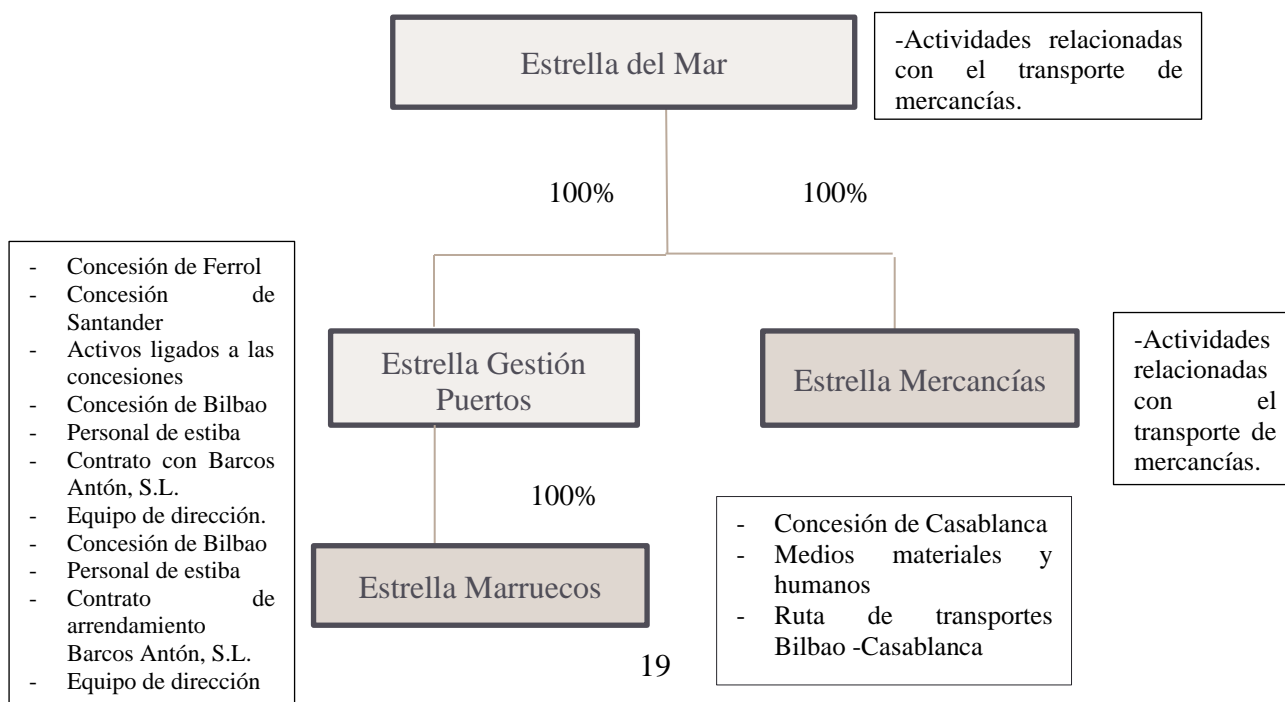
Y es que realmente, la Sociedad Escindida, no está aportando Negocio en sí entendido como actividades empresariales, sino en participaciones. Sin embargo, el resultado sería el mismo, ya que Estrella Marruecos pasaría a estar íntegramente participada por la Sociedad Beneficiaria de la Escisión.

Por lo tanto, recapitulando, la Escisión Parcial Financiera consistirá en una aportación de capital de participaciones de Estrella Mercancías a Estrella Gestión Puertos, recibiendo a cambio participaciones de Estrella Gestión Puertos que serán atribuidas al socio de Estrella Mercancías, que es, como no podía ser de otra forma, Estrella del Mar.

En cuanto al procedimiento legal, de acuerdo con la LME y las actuaciones necesarias, cabe señalar que, como ya se expuso en el apartado de la Segregación, el régimen societario aplicable será el mismo, en virtud del artículo 63 de la LME: “la escisión se regirá por las normas establecidas para la fusión”. Por ello, nos centraremos en desarrollar los pasos de manera más detallada en los apartados 2.5.1 y 2.5.2 donde se analizará la fusión.

No obstante, de forma breve, los pasos comunes a seguir serían: (i) elaboración del proyecto de escisión, (ii) informe de los administradores sobre el proyecto, (iii) informe de expertos independientes, si procede, (iv) anuncio a accionistas y acreedores, (v) aprobación por el órgano de administración y la junta general, (vi) elevación a público mediante escritura, y (vii) inscripción en el Registro Mercantil.

De tal forma que la estructura final quedaría de esta manera:



El Fondo adquirirá la Target, siendo Estrella del Mar el único vendedor en la Operación. Estrella Gestión Puertos se convertirá en el socio único de Estrella Marruecos, teniendo el 100% de sus participaciones, mientras que Estrella Mercancías quedará como una sociedad de Estrella del Mar, desvinculada del negocio de gestión portuaria y enfocada exclusivamente en el transporte de mercancías.

1.2.4. **Actuaciones entre la firma y el cierre**

En respuesta a la solicitud del Fondo de incluir coberturas en el SPA relacionadas con la implementación de la Reestructuración en Estrella del Mar, consideramos que, dado que dicha Reestructuración se producirá entre la firma (*signing*) y el cierre (*closing*), la mejor forma de proceder durante este periodo interino es pactando una condición suspensiva, ya nombrada con anterioridad, (*condition precedent*) (Ortiz, 2024). Así, la eficacia de la Operación quedaría supeditada a la aprobación de la Reestructuración antes del cierre.

En este tipo de contratos de SPA, es común distinguir dos fases: (i) la firma, la cual representa el acuerdo entre las Partes sobre los términos y condiciones de la Operación, aunque no implica la transmisión de las participaciones y (ii) el cierre, que marca la ejecución definitiva de la Operación, momento en el cual se cumplen las condiciones pactadas y se eleva el acuerdo a público.

En el caso que nos ocupa, la firma representará el compromiso de las Partes de llevar a cabo la Operación en los términos acordados, posponiendo la transmisión de las participaciones al cierre. Será precisamente en el momento del cierre cuando deba acreditarse el cumplimiento de la condición suspensiva, esto es, la aprobación efectiva de la Reestructuración. Esto resulta fundamental para nuestro cliente, dado que la viabilidad de la Operación depende de dicho cumplimiento. Una vez verificada la Reestructuración, el SPA se elevaría a público en notaría.

Por último, aunque la consumación de una operación de M&A puede coincidir en el tiempo (consumación simultánea), en este caso concreto resulta necesario diferir ambos momentos para garantizar la implementación exitosa de la Reestructuración y proteger los intereses del Cliente.

1.3. Durante el ejercicio de due diligence, se descubre la existencia de un procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros SA en reclamación de 36.000€ como consecuencia de los daños sufridos en una plataforma elevadora propiedad de su asegurado, ocasionados durante la realización de los trabajos de estiba llevados a cabo por una grúa pórtico propiedad de la sociedad Estrella del mar, en el puerto de Bilbao. El cliente desea conocer el alcance y consecuencias de dicho procedimiento en la operación. Profesionales que deberían intervenir y valoración de honorarios de los mismos.

1.3.1. Introducción

En la respuesta a esta pregunta se hará referencia a ciertos conceptos ya tratados en la respuesta al apartado 1.1. Para evitar repeticiones innecesarias, adoptaremos un enfoque más breve y nos centraremos en el análisis del alcance y las consecuencias del procedimiento. Además, abordaremos los profesionales involucrados que nos acompañarán en el asesoramiento durante este proceso y explicaremos cómo opera la facturación a través de las hojas de encargo y los honorarios profesionales.

No obstante, se hará una breve mención superficial a los mecanismos de protección habituales en los contratos de compraventa frente a contingencias identificadas, sin entrar en un análisis exhaustivo, dado que estos han sido ya tratados en detalle en el apartado referenciado.

1.3.2. Protección en el SPA frente a la contingencia detectada de un procedimiento judicial y su respectivo alcance.

Si durante el ejercicio de la *due diligence* identificamos que el Vendedor enfrenta una posible sanción judicial por daños valorados en 36.000 euros, lo más adecuado, considerando que conocemos de antemano el importe y que el riesgo no es de una magnitud que comprometa la Operación, será descartar el uso de una condición suspensiva. Este mecanismo no resulta proporcional en este caso, ya que el riesgo identificado no pone en peligro el sentido económico o estratégico de la Operación para Atlas, considerando la escala del negocio, que abarca concesiones portuarias y activos de alto valor.

En su lugar, proponemos los siguientes mecanismos contractuales para proteger los intereses de nuestro Cliente: (i) uso de cláusula indemnizatoria, estableciendo que, en caso de que la sanción se materialice, el Vendedor será responsable de cubrir el importe reclamado, (ii) representaciones y garantías, donde el Vendedor manifieste que no existen procedimientos judiciales adicionales o activos que puedan generar contingencias económicas relevantes.

Adicionalmente, como abogados del Fondo, debemos ir más allá de las protecciones contractuales y analizar en profundidad las posibles causas y consecuencias del procedimiento judicial, es decir, prever que (i) el daño reclamado guarda una relación directa y clara con un activo del Vendedor, (ii) verificar si el Vendedor tiene contratado algún seguro que cubra el daño reclamado y (iii) asegurarnos de que los activos relacionados cumplan con la normativa aplicable, como la de prevención de riesgos laborales, para descartar posibles agravantes o futuras contingencias.

Por ello, aunque la reclamación judicial se dirige contra Estrella del Mar y no directamente contra la Target, sigue siendo relevante para el Fondo. Esto se debe a que, como explicamos en el apartado de la Reestructuración societaria, adquiriremos la concesión del Puerto de Bilbao, incluyendo una grúa que, supuestamente, causó el daño reclamado por la aseguradora. Este vínculo hace imprescindible que evaluemos el riesgo como parte de la Operación e incluyamos las protecciones nombradas en el SPA.

1.3.3. **Profesionales que deberían intervenir en el proceso de asesoramiento**

Considero que esta es la parte importante de esta sección. Durante el asesoramiento de la Operación, la distribución y gestión de equipos es fundamental. Nosotros como despacho especializado en el asesoramiento a grandes corporaciones (en adelante, “**Bascones - Roca, S.L.P.**” o “el **Despacho**”) tenemos muy estructurado y establecido la forma de actuar y acompañar al Cliente.

Partimos de la base de que somos un Despacho multidisciplinar, abarcando todas las áreas del derecho de los negocios. En nuestro caso particular, el motor del Despacho es el ámbito transaccional (mercantil), que nutre y beneficia al resto de las áreas. Este enfoque especializado requiere la participación de un socio del área mercantil, quien, gracias a su función comercial,

es el que capta al cliente, en este caso, al Fondo. Este socio es también el último responsable del caso, encargado de negociar con la contraparte para cerrar la Operación. El socio delega las tareas en su equipo, compuesto generalmente por un asociado *senior* (7 a 10 años de experiencia), un asociado de nivel intermedio (4 a 6 años de experiencia), y un *junior* (1 a 3 años de experiencia). Este equipo liderará la ejecución de la Operación, reflejando lo pactado en las reuniones y plasmando los intereses del Cliente en diversos documentos clave, tales como el SPA, el pacto de socios (*Shareholders' Agreements*), así como las escrituras y documentos societarios necesarios.

Además, el equipo se ocupa de gestionar aspectos logísticos cruciales, como coordinar con la notaría para programar firmas y cierres, y asegurarse de que todas las Partes involucradas estén debidamente alineadas.

Sin perjuicio de lo anterior, los asociados también colaboran en la revisión exhaustiva de la documentación mercantil proporcionada por el Vendedor, asegurando así su correcta evaluación para el Cliente. En resumen, el asesoramiento mercantil dentro del Despacho implicaría la participación de un socio y tres asociados, quienes trabajarán de manera coordinada para garantizar el éxito de la Operación.

Si bien sabemos que áreas como inmobiliario, propiedad intelectual, competencia, penal y otras participan activamente en la *due diligence*, siendo fundamentales para detectar contingencias que puedan causar un perjuicio al Cliente, en este caso nos centraremos en lo que se nos plantea: el asesoramiento necesario al identificar un procedimiento relacionado con una aseguradora.

En este contexto, lo más adecuado sería contar con un socio o abogado especializado de nuestro propio Despacho, en lugar de recurrir a uno externo. Esto garantizaría un conocimiento pleno del contexto de la Operación y una coordinación fluida con el socio del área mercantil. Este abogado debería estar especializado en litigación de seguros y ser capaz de (i) explicar al Cliente los alcances y posibilidades de éxito en caso de que la demanda fuese estimatoria, (ii) proponer estrategias extrajudiciales para evitar o frenar el juicio o (iii) abordar otras cuestiones esenciales que puedan ser de interés para el Cliente.

1.3.4. Valoración de honorarios

Una vez clara la visión inicial de lo que sería la Operación y el *modus operandi* claro, procederemos a redactar la hoja de encargo o la también llamada propuesta de honorarios donde el Cliente deberá prestar su aprobación y conformidad. A continuación, explicaremos brevemente en la firma Báscones-Roca, los términos y condiciones que recogemos en dicho documento.

En primer lugar, dejar claro que se trata de un documento confidencial y que está destinado exclusivamente al Cliente. Definiremos el alcance de los trabajos y los servicios que prestaremos de manera detallada e incorporaremos como anexo en este sentido operaciones relevantes semejantes que sirvan como referencia al Cliente, así como el equipo que formará parte de la misma. La duración estimada de la Operación será de un mes.

Nuestro sistema de facturación se basa en una tarifa horaria, cobrando por el tiempo invertido en actividades como asesoramiento, revisión, elaboración de documentos, entre otros. A continuación, detallamos nuestras tarifas horarias para el ejercicio 2024

Socio	600€
Asociado <i>senior</i>	430 €
Asociado	290 €
Asociado <i>junior</i>	170 €

Las facturas reflejarán los honorarios acordados, desglosando las horas trabajadas, junto con el concepto correspondiente para la información del Cliente.

De manera adicional, el Cliente deberá conocer que los gastos derivados del proceso de asesoramiento tales como desplazamientos, mensajería, trámites con notaría o Registro Mercantil, entre otros, serán también cubiertos por el Cliente.

Por último y para ir terminando, nos reservamos, como Despacho, en la propia hoja de encargo a terminar con esta relación de prestación de servicios si en un periodo mayor a 30 días desde la emisión de la factura no se nos hubiese pagado.

Previo a todo este proceso anterior, el Despacho se asegurará de que antes de aceptar al Fondo como cliente, no exista posibilidad de conflicto de interés. Además, el Cliente deberá garantizar, en la propia hoja de encargo, que reconoce y acepta que nuestro Despacho puede estar asesorando a fondos similares que operen en el mismo sector y mercado, y que puedan tener intereses contrapuestos. En todo momento, ambas partes deberán actuar conforme a los principios deontológicos de la abogacía.

Dicho esto, el gasto estimado para la Operación, que estimamos durará un mes, incluye la *due diligence*, el SPA y el pacto de socios, lo cual asciende a 33.400€ por 90 horas de trabajo distribuidas entre diferentes niveles de abogados, a esto se suman 2.000€ para desplazamientos y gastos menores. Para el asesoramiento adicional en litigación de seguros, se estiman 10 horas del socio especializado, con un coste de 6.000€.

Finalmente, añadimos un margen de 30.600€ para imprevistos, elevando la valoración total a 72.000€, con compromiso de reembolso al Cliente si sobrase tras finalizar la Operación.

1.4. Por último, a su cliente le preocupa mucho que el grupo vendedor pueda continuar compitiendo con el negocio objeto de desinversión, a cuyo efecto, le gustaría solicitar un compromiso de no competencia de 5 años de duración y aplicable a toda la región del mediterráneo. Le pide asesoramiento sobre este particular, y qué debe tener en cuenta, considerando que muy posiblemente la operación tenga que ser notificada a la CNMC para obtener autorización previa.

1.4.1. Introducción

Como ya explicamos, el derecho de la competencia busca regular un mercado justo y equitativo, donde los actores (*players*) del mismo puedan competir libremente. Su finalidad es evitar la formación de monopolios, la imposición de restricciones injustificadas al ámbito de actuación de las empresas y, en general, prevenir prácticas anticompetitivas.

En esta pregunta abordaremos dos aspectos clave: (i) la obligación de notificación ante las autoridades de competencia y (ii) la viabilidad de pactar cláusulas de no competencia (*non-compete clauses*).

1.4.2. **Notificación a la CNMC**

En caso de que la integración deba ser notificada a la CNMC, será necesario seguir el procedimiento previsto en los artículos 8 y 9 de la LDC, que regulan el ámbito de aplicación y la obligación de notificación y suspensión de la ejecución, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en la normativa.

La obligación de notificación derivaría de la integración horizontal entre Estrella Gestión Puertos y Andalucía Harbor, ambas operando en el sector de gestión portuaria. Esta operación constituye una concentración económica, ya que implica la fusión de dos empresas previamente independientes para desarrollar una actividad conjunta, tal como define el artículo 7.1 de la LDC, que entiende por concentración económica “*cualquier cambio estable en el control de la totalidad o parte de una o varias empresas, incluyendo la fusión de dos o más empresas independientes*”.

Aunque, a priori, la notificación podría ser obligatoria por la naturaleza de la integración, será necesario analizar si se cumplen los siguientes umbrales legales establecidos en la LDC en los respectivos artículos mencionados: (i) que la entidad resultante alcance una cuota de mercado igual o superior al 30% en el sector de gestión portuaria o (ii) que la cifra de negocio conjunta de ambas entidades supere los 240 millones de euros.

No obstante, si la cifra de negocio conjunta de ambas sociedades es inferior a 10 millones de euros en el último ejercicio, y no se cumplen los demás criterios de concentración previstos en la LDC, es posible que la integración no requiriese notificación, lo que implicaría una simplificación administrativa para nuestro Cliente.

Es importante destacar que no contamos con la información financiera necesaria para realizar una valoración definitiva respecto a la obligación de notificación. Por lo tanto, informamos al Cliente sobre estas posibilidades como un marco interpretativo sujeto a confirmación.

Sin perjuicio de ello, somos plenamente conscientes de la relevancia de esta regulación y, como abogados del Fondo, debemos llevar a cabo un análisis exhaustivo y riguroso en relación con la notificación dado que esto es especialmente importante por la existencia de precedentes, como la multa de 1.500.000 euros que impuso la CNMC a Xfera Móviles por no solicitar la autorización previa correspondiente. Este tipo de actuaciones, conocidas en inglés como “*gun jumping*” constituyen una vulneración del artículo 63 de la LDC, dando lugar a sanciones que pueden alcanzar hasta el 5% del volumen de negocios del infractor.

1.4.3. Viabilidad de la cláusula de no competencia por 5 años

Una vez informado al Fondo sobre la alta probabilidad de tener que notificar la integración a la CNMC, es importante asesorarle también en relación con su preocupación sobre la cláusula de no competencia de cinco años aplicable a la región del Mediterráneo.

Las cláusulas de no competencia tienen como objetivo proteger la inversión del Comprador, asegurando que el Vendedor no compita directamente en las mismas áreas geográficas o actividades económicas que constituían el Negocio transmitido. Estas cláusulas son comunes en contratos de compraventa y cumplen la función de preservar el valor de la Operación para el Comprador. Aunque no están reguladas de forma específica, la jurisprudencia española, en su Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de mayo de 2012 y la europea, en la Comunicación 2005/C56/03 de la Comisión Europea, establecen ciertos límites para garantizar el equilibrio entre los derechos de las Partes: (i) duración razonable, (ii) ámbito geográfico justificado, y (iii) debe haber una proporcionalidad en el objeto.

Aplicando estos límites y apoyándonos en la jurisprudencia recién mencionada, llegamos a la conclusión como abogados de Atlas que una cláusula de cinco años podría considerarse excesiva por los motivos expuestos a continuación: (i) lo establecido es una duración de dos años, pudiendo extenderse a tres años si incluye la transmisión de *know-how* (Ortiz, 2024). Dado que el Vendedor está transmitiendo una rama de negocio segregada, una duración de tres años sería más adecuada y conforme a la normativa. (ii) Por caparse una zona geográfica desproporcionada, ya que la actividad principal del Vendedor se centra en el Cantábrico, concretamente en puertos como Ferrol, Bilbao y Santander y no tanto en el Mediterráneo, a pesar de haber una concesión que sí que afecta al Mediterráneo, aunque sea de forma menor

como la de Casablanca (ya que no abarca todo el Mediterráneo). Y (iii) habrá que asegurarse que dicha cláusula se limite exclusivamente al sector de gestión portuaria, sin afectar actividades no relacionadas.

2. PARTE 2

2.1. Evalúe si es posible articular la operación de compraventa sin que surja la obligación de lanzar una OPA obligatoria.

2.1.1. Introducción

En esta primera parte de la segunda sección, exploraremos los mercados de valores, destacando la presencia de dos sociedades anónimas: Estrella del Mar, que será nuestro nuevo cliente (en adelante, el “**Cliente**” o la “**Adquirente**”), y Ocean Ship, S.A., una sociedad anónima cotizada española, líder en el transporte de mercancías en los principales puertos del Mediterráneo (en adelante, “**Ocean Ship**” o la “**Adquirida**”). Ambas se reconocerán conjuntamente como las “**Partes**”.

En esta sección, analizaremos con especial énfasis las ofertas públicas de adquisición (en adelante, “**OPA**”). Para ello, consideraremos la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (en adelante, “**LMVSI**”) y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, el “**RD de OPAS**”), que definen y regulan en detalle estas operaciones. Ambas normativas serán aplicables al caso, dado que las sociedades Estrella del Mar y Ocean Ship tienen su domicilio social en España y sus acciones están admitidas a negociación en un mercado regulado español, conforme al artículo 1.1 del RD de OPAS.

El propósito de esta normativa, junto con las disposiciones de gobierno corporativo, es garantizar la transparencia, la equidad y la eficiencia en los procesos de adquisición y control de sociedades anónimas. Además, se busca proteger a los accionistas minoritarios mediante el reparto equitativo de la prima de control, concepto sobre el que profundizaremos más adelante.

En esta sección, como sus abogados, analizaremos la viabilidad de que Estrella del Mar adquiriera un 29,7% de Ocean Ship (en adelante para este apartado, la “**Operación**”) y

evaluaremos si dicha adquisición implicaría la obligatoriedad de lanzar una OPA, considerando que la operación está patrocinada por la familia Machado, accionista mayoritario de Estrella del Mar con un 88% sobre el capital, la cual, indirectamente, poseería un 3,5% en Ocean Ship a través de una sociedad patrimonial.

Posteriormente, desglosaremos las cuestiones derivadas de esta nueva operación, atendiendo específicamente a las preguntas planteadas.

2.1.2. **¿Existe obligación de lanzar una OPA sobre Ocean Ship?**

En las sociedades cotizadas, cuando una persona física o jurídica adquiere un paquete de control, es decir, una participación de al menos el 30% de los derechos de voto, conforme al artículo 4 del RD de OPAS y al artículo 111 de la LMVSI, se activa la obligación legal de formular una OPA. Esta situación puede producirse mediante (i) la adquisición directa de acciones, que es el caso que nos ocupa, (ii) pactos parasociales, que se mencionarán más adelante únicamente a efectos meramente informativos para Estrella del Mar, ya que no son objeto del presente supuesto y, (iii) tomas de control indirectas o sobrevenidas, las cuales se analizarán en profundidad en el apartado 2.3 del presente trabajo. Todo ello, según lo dispuesto en el artículo 3.1 del RD de OPAS. En tales casos, el inversor que realiza la transacción debe ofrecerse a adquirir las restantes acciones de la sociedad cotizada, conforme a los criterios previstos en el artículo 108 de la LMVSI y el artículo 3.2 del RD de OPAS.

El fundamento de esta normativa radica en la importancia del control en las sociedades cotizadas, dado que quien lo ejerce adquiere derechos adicionales frente a los demás accionistas (Alfaro, 2018). En este contexto, el precio ofertado en una OPA, conocido como precio equitativo, desempeña un papel esencial. Dicho precio no solo debe ser atractivo y superior al valor de mercado, considerando que cualquier intento de adquirir el control mediante compras en el mercado probablemente elevaría la cotización y dificultaría al Adquirente la compra de acciones a un precio razonable (Alfaro, 2018), sino que además constituye el pilar fundamental del sistema de OPA (Paredes, 2024). Esto se debe a que garantiza a los accionistas afectados por la OPA, la capacidad de decidir, si desean vender sus acciones y salir de la sociedad ante el cambio de control, conforme a lo establecido en el artículo 110 de la LMVSI y el artículo 9 del RD de OPAS.

Aplicando la teoría al caso concreto, podría parecer inicialmente que la adquisición del 29,7% del capital de Ocean Ship por parte de Estrella del Mar, no genera la obligación de lanzar una OPA, ya que no supera el umbral del 30% de los derechos de voto antes mencionado. Sin embargo, esta interpretación resulta incompleta si se tiene en cuenta la estructura accionarial de la Operación.

La familia Machado, que posee el 88% del capital de Estrella del Mar, también controla de forma indirecta un 3,5% adicional de Ocean Ship a través de una sociedad patrimonial. Según el artículo 5 del RD de OPAS, deben considerarse los derechos de voto ejercidos por entidades que pertenezcan a un mismo grupo empresarial. Además, el artículo 42 del Código de Comercio, (en adelante, “CCo”) define que existe un grupo cuando una sociedad ostenta, directa o indirectamente, el control sobre otra, presumiéndose dicho control cuando posea la mayoría de los derechos de voto en otra dependiente.

En este contexto, dado que la familia Machado controla tanto a Estrella del Mar como a la sociedad patrimonial (suponemos, al 100%), los derechos de voto correspondientes al 29,7% de Ocean Ship adquiridos por Estrella del Mar podrían sumarse a los derechos del 3,5% poseídos indirectamente a través de la sociedad patrimonial. Este escenario implicaría superar el umbral del 30% de los derechos de voto en Ocean Ship, lo que activaría la obligación de formular una OPA al resto de los accionistas de la sociedad.

Una vez configurado este supuesto, el precio equitativo de la oferta deberá determinarse conforme a los criterios establecidos en el artículo 9 del RD de OPAS, es decir, será igual al precio más alto pagado por el Adquirente durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta. No obstante, dicho precio está sujeto a la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, “CNMV”), tal como exige la normativa aplicable.

A continuación, exponemos los cálculos que demuestran cómo quedarían los porcentajes en el accionariado. En este caso, para determinar si se supera el umbral del 30%, debemos analizar los porcentajes combinados de participación indirecta que resultarían tras la adquisición del 29,7% en la Adquirida:

- (i) Participación directa de la familia Machado en Ocean Ship: la familia Machado, como hemos expuesto previamente, ya posee un 3,5% en Ocean Ship a través su sociedad patrimonial.
- (ii) Participación indirecta a través de Estrella del Mar: La familia Machado controla un 88% de Estrella del Mar, la cual adquiriría una participación del 29,7% en Ocean Ship. Esto implica que el 88% de esa participación del 29,7% es atribuible indirectamente a la familia Machado, es decir, $29,7\% * 88\% = 26,136\%$
- (iii) Participación indirecta del accionista minoritario de Estrella del Mar: Además, el 12% restante de Estrella del Mar, pertenece a un accionista minoritario (familia Azcona). Al adquirir Estrella del Mar el 29,7% en OceanShip, el 12% de esa participación también se considera para el cálculo de la participación total en Ocean Ship, es decir, $29,7\% * 12\% = 3,564\%$.

Por tanto, la participación total de Estrella del Mar (directa e indirecta) en Ocean Ship es:
 $3,5\% + 26,136\% + 3,564\% = 33,2\%$.

Tal como señalamos previamente, como abogados de Estrella del Mar debemos informar que la suma alcanza el 33,2%, superando el umbral del 30% que activa la obligación de lanzar una OPA sobre la Adquirida. A continuación, exponemos de forma resumida el procedimiento a seguir para garantizar el cumplimiento del proceso conforme a la normativa aplicable.

2.1.3. Procedimiento para la tramitación de la OPA

De acuerdo con el anexo del RD de OPAS el procedimiento se estructura en varias fases siempre con la idea de garantizar la transparencia a los accionistas de Ocean Ship. Partiendo de que el anuncio previo de la oferta ya se ha realizado, contamos con un plazo de un mes desde dicho anuncio para presentar la solicitud de autorización ante la CNMV.

Esta solicitud debe ir acompañada de un folleto explicativo, en el que nos detendremos especialmente, ya que resulta de vital importancia para Estrella del Mar comprender su

relevancia. Dicho folleto tiene como finalidad proporcionar a los accionistas toda la información necesaria para valorar adecuadamente la oferta, su impacto y sus implicaciones.

El folleto que, como abogados de Estrella del Mar redactaremos y, de conformidad con el contenido del Anexo de la normativa arriba referenciada, deberá estructurarse en cinco bloques principales (Redonet, 2024):(i) información interna de Estrella del Mar, donde se identificará a los consejeros, accionistas del grupo, su pertenencia a grupos societarios así como cualquier acuerdo relevante, (ii) precio y contraprestación ofrecida, donde encontraremos los detalles sobre el importe y la forma de pago, así como las garantías constituidas por Estrella del Mar para asegurar el cumplimiento de sus obligaciones, (iii) formalidades del procedimiento, donde detallaremos los aspectos como los plazos para aceptación y renuncia que tendrá Ocean Ship, la participación de intermediarios financieros y otros detalles del proceso de la oferta, (iv) planes e intenciones estratégicas, donde expondremos, como abogados de Estrella del Mar los motivos de la oferta y los planes futuros de Estrella del Mar en relación con Ocean Ship y, por último, (v) las autorizaciones regulatorias necesarias como la notificación de la OPA a las autoridades de la competencia para garantizar el cierre de la Operación.

2.1.4. Supuestos adicionales de adquisición de control y su relevancia para la obligación de lanzar una OPA

Antes de finalizar esta sección sobre la formulación de la OPA derivada de la toma de control sobre Ocean Ship, considero esencial, como parte de nuestra labor como abogados de Estrella del Mar, retomar lo señalado en el apartado 2.1.2. Es importante informar a Estrella del Mar que, además de nuestro caso específico de adquisición de acciones, existen otros escenarios en los que podría configurarse una adquisición de control. En particular, aparte del supuesto que desarrollaremos en detalle en el apartado 2.3 sobre control indirecto o sobrevenido, merece especial atención la adquisición de control mediante pactos de socios, regulada en el artículo 108.1.b de la LMVSI, así como la toma de control cuando se alcance un porcentaje de derechos de votos inferior al 30% pero en los que el Adquirente designe a más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la Adquirida, en virtud del artículo 111 de la LMVSI y el artículo 4 del RD de OPAS.

Los pactos de socios, cuyo análisis detallado abordaremos en el apartado 2.6, permiten a los socios, en este caso, accionistas, coordinar sus decisiones de manera que ejerzan control sobre aspectos clave de la sociedad.

En el caso de Estrella del Mar, resulta fundamental destacar que podría surgir la obligación de lanzar una OPA si el accionista mayoritario (familia Machado) y el minoritario (familia Azteca) se aliaran con otro accionista de Ocean Ship. Por ejemplo, si combinaran sus participaciones (29,7% + x%), superando el umbral del 30%, y acordaran coordinar sus votos en determinadas decisiones estratégicas, esto podría configurarse como un supuesto de control (Enterría, 2023).

En tal escenario, conforme al artículo 3.3 del RD de OPAs, la obligación de formular la OPA recaería sobre el accionista con mayor porcentaje de derechos de voto. Si todos los implicados tuvieran participaciones equivalentes, la OPA debería ser formulada de manera conjunta.

2.2. En caso de que no sea posible, le piden que exponga en qué condiciones podría articularse la compraventa y por qué porcentaje.

Como abogados de Estrella del Mar, una vez analizada la información disponible, debemos asesorar sobre las alternativas que podrían evitar la obligación de lanzar una OPA tras alcanzar el control sobre Ocean Ship. Estas opciones permitirían realizar la Operación mediante una compraventa directa de acciones, evitando las formalidades asociadas al procedimiento de la OPA. Entre las alternativas, proponemos: (i) reducción de la participación de la familia Machado mediante la venta del 3,5% de su participación en la sociedad patrimonial, lo que permitiría evitar superar el umbral del 30% que activa la obligación de formular una OPA o, (ii) proceder al trámite de solicitud de dispensa del régimen de OPA a la CNMV en caso de querer mantener el 33,2%, previsto para situaciones excepcionales. Dicha solicitud deberá ser presentada por el Estrella del Mar y será la propia CNMV la que deberá resolverla en un plazo de 10 días hábiles si autoriza o no la dispensa.

En cualquier caso, el análisis detallado de las excepciones al deber de formular una OPA cuando se supera el umbral del 30% se abordará en profundidad en la pregunta 2.4, donde examinaremos los requisitos y condiciones previstos en la normativa para estos supuestos.

2.3. En relación con este punto, le informan que el Consejo de Ocean Ship tiene previsto lanzar un programa de recompra de acciones en los próximos meses que podría afectar hasta a un 1% del capital actualmente en circulación. En caso de que se aprobase, cuáles serían las consecuencias para Estrella del Mar.

Como ya se introdujo en secciones anteriores, el control sobre una sociedad no solo se adquiere mediante la compra de acciones o la coordinación de conductas a través de pactos de socios, sino también mediante supuestos de toma de control sobrevenida, regulados en el artículo 7 del RD de OPAS, que prevé las modalidades de toma de control sobrevenida por (i) reducción de capital, (ii) canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones en supuestos similares, (iii) variaciones de autocartera y, por último (iv) compromisos financieros de autocartera.

En el caso planteado, nos centraremos en la variación de autocartera, ya que es el supuesto relevante para Estrella del Mar.

Si Estrella del Mar redujera su participación en Ocean Ship al 29,7% mediante la venta del 3,5% de su sociedad patrimonial para evitar la obligación de lanzar una OPA, es importante advertir que ésta no quedaría completamente exenta de riesgos futuros. En particular, una recompra de acciones por parte de Ocean Ship podría alterar su posición porcentual en el capital social y activar la obligación de formular una OPA.

La recompra de acciones implica que la sociedad retira de circulación parte de sus propias acciones, incorporándolas a autocartera. Esto aumenta automáticamente el porcentaje de participación de los accionistas existentes, aunque no adquieran nuevas acciones.

Supongamos que Ocean Ship tiene inicialmente 1.000 acciones en circulación y Estrella del Mar posee el 29,7% (297 acciones) si Ocean Ship recomprase un 1% de sus acciones (10 acciones), el total en circulación se reduciría a 990 acciones por lo que la participación de Estrella del Mar, al mantenerse con 297 acciones, aumentaría automáticamente al 30%, activando la obligación de lanzar una OPA. En este escenario, y conforme al artículo 7.4 del RD de OPAS, Estrella del Mar tendría un plazo de tres meses desde la comunicación oficial de la variación de autocartera para regularizar su situación.

No obstante, como abogados de la Adquirente y en virtud del artículo 4 del RD de OPAS, trasladaríamos en este sentido tranquilidad a Estrella del Mar, haciéndole saber que, la normativa referenciada prevé mecanismos para evitar las consecuencias de una toma de control sobrevenida siempre y cuando se supere el 30% en cuestión, entre ellos destacan (i) la venta del exceso de acciones, (ii) la renuncia al ejercicio de derechos políticos asociados al porcentaje excedido en un plazo de tres meses, o (iii) directamente la obtención de dispensas por CNMV.

2.4. Como parte de las conversaciones, su cliente le expone que los Consejos de sendas compañías podrían estar abiertos a explorar una combinación de negocios a través de una operación de fusión por la que OceanShip absorba Estrella del Mar. Le informa de que teniendo en cuenta el valor de ambas compañías la familia Machado pasaría a controlar aproximadamente un 57% de la sociedad resultante de la fusión. En relación con este punto, le piden que valore la posibilidad de articular la operación de forma tal que la familia Machado no tenga que lanzar una OPA obligatoria y, en su caso, qué requisitos deben cumplirse.

2.4.1. Introducción

En esta sección, dejaremos para el apartado 2.5 una explicación más detallada sobre el proceso de fusión de sociedades anónimas, abordando tanto el plano societario como el ámbito de los mercados de valores. Ahora, nos centraremos en analizar las dispensas o excepciones legales que podrían eximir a la familia Machado de la obligación de formular una OPA en caso de que, tras la integración de los negocios, pasaran a ostentar un 57% del capital social, superando así el umbral del 30%.

A continuación, estudiaremos no solo las posibilidades que brinda la normativa española para estructurar la operación de modo que la familia Machado mantenga dicha participación de control en el accionariado, sino también tendremos en cuenta algunos precedentes relevantes en España. Asimismo, como abogados, detallaremos el procedimiento reglado que debe seguirse para obtener el visto bueno de la CNMV, haciendo especial énfasis en los requisitos, compromisos y condiciones que la familia Machado deberá cumplir estrictamente durante este proceso.

2.4.2. **Dispensa de la CNMV**

En el ámbito de las fusiones y adquisiciones, es frecuente que algunos accionistas, como resultado de ser absorbidos en el marco de una fusión, pasen a ostentar en la sociedad resultante una participación porcentual superior a la que tenían inicialmente debido a la ecuación de canje. Si cada vez que esto ocurriera se exigiera la formulación de una OPA, este tipo de operaciones se reduciría drásticamente, dificultando el dinamismo en el mercado (Jordano, 2024).

Consciente de esta problemática, el legislador ha previsto en el artículo 8.g) del RD de OPAS una exención a la obligación de formular una OPA en determinados casos, aplicable al supuesto que afecta a la familia Machado. En concreto, la normativa establece que no será obligatoria la formulación de una OPA cuando: (i) como consecuencia de una fusión, se supere el umbral del 30% en una sociedad cotizada (caso de la familia Machado), (ii) el accionista que adquiere el control no haya votado a favor de la fusión en la junta general de la sociedad afectada (requisito no aplicable en este caso), y (iii) previa solicitud a la CNMV demostrando que la fusión responde a objetivos empresariales legítimos, como la creación de sinergias en el sector del transporte de mercancías, y no a una intención de obtener el control como fin principal.

En el caso concreto de la familia Machado, los argumentos centrales que plantearíamos ante la CNMV serían: que (i) la toma de control se debe a una consecuencia técnica e inevitable del cálculo de la ecuación de canje en la fusión, y no el resultado de una voluntad directa de adquirir el control y (ii) como ya se expuso anteriormente, el resultado de la fusión persigue objetivos empresariales concretos, como la creación de sinergias operativas en el sector del transporte de mercancías, y no la toma de control como propósito final.

A modo informativo, cabe señalar que la exención contemplada en el RD de OPAS ha sido otorgada en seis ocasiones desde su aprobación, como en la fusión de Laboratorios Reig Jofre, S.A. con Natraceutical, S.A. (Jordano, 2024). Su importancia es tal que incluso se han suspendido operaciones, como la fusión entre Grupo Ezentis, S.A. y Rocío Servicios Fotovoltaicos, S.L.U., tras el aviso de la CNMV de que no concedería la exención, haciendo obligatoria la formulación de una OPA (Jordano, 2024).

2.4.3. **Procedimiento para la obtención de la exención por parte de la CNMV**

Para presentar la solicitud de exención a la CNMV, utilizaremos precedentes que incluyen una serie de documentos clave destinados a respaldar nuestra argumentación. En primer lugar, se elaborará una descripción detallada de la operación, acompañada de dos informes externos que sustenten los principales elementos de la solicitud. Además, se aportarán informes periciales que justifiquen la procedencia de la exención y un informe jurídico elaborado por nosotros como asesores legales de la familia Machado (Jordano, 2024).

En la práctica, esta documentación suele complementarse con compromisos específicos que demuestren que la fusión no tuvo como propósito principal la obtención del control. Entre estos compromisos destacan restricciones temporales para adquirir nuevas acciones, generalmente entre uno y tres años tras la fusión, así como limitaciones en el nombramiento de consejeros. También se suelen establecer mayorías reforzadas en los estatutos para decisiones relevantes, compromisos de no concertar actuaciones con otros accionistas y el mantenimiento de la identidad corporativa, incluyendo el domicilio social y el centro de operaciones de la sociedad resultante (Jordano, 2024). Este conjunto de medidas sirve para reforzar la idea de que la intención principal de la fusión no era adquirir el control, permitiendo así que la CNMV evalúe favorablemente la solicitud de exención, contando con un plazo de 15 días, en virtud del artículo 8.4 del RD de OPAS una vez presentada toda la documentación arriba referenciada para resolver si prevalece el interés económico o el control en a la sociedad resultante.

2.5. Calendario y principales pasos para realizar dicha integración, desde un punto de vista de derecho societario y mercado de valores, tomando en consideración su respuesta al punto anterior.

2.5.1. Introducción

Tal y como se expuso en el capítulo primero, concretamente en el apartado 1.2, se realizó una introducción a las modificaciones estructurales, abordando su significado y las implicaciones que éstas tienen en las reestructuraciones societarias. En aquel momento se trató la tipología de la segregación y de escisión, pero en el presente análisis no se repetirá dicha exposición. En su lugar, se abordará de forma detallada el tipo de modificación estructural relevante para este

caso: la fusión, y en particular, la fusión de sociedades anónimas cotizadas, en la que Ocean Ship absorbe a Estrella del Mar.

Este tipo de fusiones presentan una tipología y unas características específicas que las diferencian de otras formas de fusión. Por ello, en esta sección, se ofrecerá una introducción básica a las fusiones genéricas y, a continuación, se analizarán con mayor profundidad las particularidades propias de las fusiones cotizadas, que incluyen elementos diferenciadores y son esenciales para comprender el caso en cuestión. En este análisis, se pondrá especial énfasis en el calendario y en los principales pasos que deben seguirse en este tipo de operaciones societarias.

La fusión está definida en el artículo 33 de la LME como el proceso por el cual *“dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que puede ser de nueva creación o una de las sociedades que se fusionan”*.

En la práctica, existen diversas modalidades de fusión. Sin embargo, para evitar que esta respuesta se extienda excesivamente y manteniendo el enfoque en el objeto del presente trabajo, acotaremos el alcance del análisis a la Fusión que aquí nos ocupa. En este caso, se trata de una fusión por absorción, en la cual Estrella del Mar se disuelve sin liquidación, transmitiendo su patrimonio, por sucesión universal, a Ocean Ship. Esto la distingue de la otra modalidad significativa, la fusión por creación de una nueva entidad, regulada en el artículo 34 de la LME. Asimismo, cabe destacar que esta fusión no sigue el régimen aplicable a fusiones intracomunitarias ni extracomunitarias, simplificando el procedimiento al tratarse de una fusión interna.

A continuación, no nos detendremos en aspectos como los efectos de la fusión sobre los socios ni en los efectos sobre terceros. En su lugar, presentaremos de forma resumida los pasos generales que se suelen seguir en una fusión y, posteriormente, nos centraremos en las particularidades propias de este tipo de fusiones cotizadas.

Los procesos de fusión de sociedades siguen un procedimiento genérico que, de manera resumida, se desarrolla en tres fases principales. En primer lugar, se encuentra la fase de preparación, que comienza con la elaboración del proyecto común de fusión. Este proyecto es redactado por los miembros del órgano de administración de las sociedades participantes, conforme al artículo 39 de la LME, y debe incluir los aspectos esenciales contenidos en el artículo 40 de la LME como el tipo de canje, la fecha a partir de la cual los nuevos titulares de acciones tendrán derecho a dividendos, el contenido de los estatutos, valoraciones del activo y del pasivo, los efectos contables de la operación según el Plan General de Contabilidad, las consecuencias de la misma y su impacto en el empleo, entre otros. Dicho proyecto debe ser publicado en las páginas web de las sociedades implicadas y en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (en adelante, “**BORME**”). Durante esta etapa, los administradores tienen la obligación de emitir un informe, llamado informe de administradores, justificando y detallando los motivos de la Fusión y ateniéndose a lo dispuesto en el proyecto de fusión. Además, cuando sea necesario, se debe contar con el informe de un experto independiente, conforme al artículo 41 de la LME, quien evaluará cuestiones clave de la fusión, como la adecuación del tipo de canje en un caso concreto. Esto último es especialmente común cuando participan sociedades anónimas, como es nuestro caso. También se debe preparar el balance de fusión, un documento fundamental que debe elaborarse dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión, tal como exige el artículo 43 de la LME, aunque en el caso de sociedades anónimas pueden presentarse particularidades adicionales como se verá más adelante.

En segundo lugar, se encuentra la fase de decisión, en la que el acuerdo de fusión debe ser aprobado por las juntas generales de socios de las sociedades participantes, ajustándose a lo dispuesto en el proyecto de fusión. Una vez adoptado este acuerdo, deberá ser publicado de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 47.2 de la LME, momento a partir del cual se abre el periodo de oposición para los acreedores. En este caso, no se analiza el impacto de la fusión sobre los derechos de los acreedores.

Finalmente, se lleva a cabo la fase de ejecución, que consiste en elevar a escritura pública la fusión, conforme al artículo 50 de la LME, incorporando el balance de fusión, y proceder a su inscripción en el Registro Mercantil, conforme al artículo 51 de la LME.

Este esquema representa los pasos generales de cualquier proceso de fusión, que serán complementados más adelante con las particularidades de las fusiones de sociedades cotizadas, objeto central de este análisis.

2.5.2. **Calendario y principales pasos para realizar la fusión atendiendo al régimen de sociedades cotizadas.**

Una vez definida la fusión genérica y sus procedimientos, con ánimo de no repetir cuestiones relativas al proceso como expuse anteriormente, en esta sección analizaremos el procedimiento atendiendo única y simplemente a las novedades que presenta la particularidad de las sociedades anónimas que se suelen seguir en supuestos como el de la integración de Estrella del Mar en Ocean Ship. Prestaremos especial atención a los plazos, procedimientos y particularidades derivadas del hecho de que Ocean Ship sea una sociedad cotizada (en adelante, la “**Fusión**”).

Tal como señalé previamente, en los procesos de fusión de sociedades cotizadas se identifican las mismas fases generales descritas para fusiones genéricas, pero con ciertas novedades y particularidades propias. Centrándonos en las novedades dejando a un lado las cuestiones que no cambian con respecto al régimen procedimental anteriormente expuesto de las fusiones genéricas.

En la fase preparatoria, se introduce una diferencia relevante respecto a las fusiones de sociedades limitadas, como es el intercambio inicial de información entre Estrella del Mar y Ocean Ship, que deberá gestionarse cuidadosamente para evitar que la difusión de información privilegiada a terceros afecte el precio de cotización. Este cuidado es esencial para proteger los intereses de la Fusión (Jordano, 2024).

En la práctica, se recurre a la “Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros”, de la CNMV, que ofrece directrices clave donde, como abogados de Estrella del Mar, podamos implementar, como un acuerdo de confidencialidad entre ambas Partes. Dicho acuerdo regularía la limitación de acceso a la información por parte de terceros, especificando

quién podría recibirla y con qué finalidad, asegurando que los consejos y comisiones de Estrella del Mar y de Ocean Ship, sean plenamente conocedores de estos compromisos (Jordano, 2024).

Durante esta fase preparatoria, los órganos de administración de Estrella del Mar y de Ocean Ship expondrán los acuerdos alcanzados en el proyecto de fusión, abordando aspectos esenciales como (i) la ecuación de canje, de conformidad al artículo 40 de la LME, que no deja de ser un cálculo que determina las acciones que recibirán los accionistas de Estrella del Mar como sociedad absorbida. Para sociedades cotizadas, y a efectos meramente informativos, este cálculo puede basarse en diversos métodos técnicos, como el descuento de flujos de caja, múltiplos de transacciones precedentes, descuento de dividendos, análisis de precios objetivo o comparables cotizados (Jordano, 2024), (ii) el gobierno corporativo, estableciendo cómo se estructurarán los órganos de administración y las políticas internas tras la Fusión y (iii) los plazos y obligaciones de Estrella del Mar y Ocean Ship que pueden incluir cláusulas específicas como las *break-up fees* o manifestaciones y garantías (Jordano, 2024).

Una particularidad adicional que marca el cierre de la fase preparatoria y da inicio a la fase decisoria es que, al tratarse de una sociedad cotizada, Ocean Ship, como sociedad absorbente, deberá emitir nuevas acciones para los accionistas de Estrella del Mar. Para que estas acciones puedan admitirse a negociación en el mercado, es obligatorio presentar un folleto informativo conforme a la normativa de la CNMV, lo cual añade un componente regulatorio específico a este tipo de fusiones.

A continuación, entramos en la fase decisoria, que en las fusiones de sociedades cotizadas sigue el procedimiento al de cualquier otra fusión. Las juntas generales de Estrella del Mar y Ocean Ship deben convocarse con al menos un mes de antelación para aprobar la Fusión. Para las sociedades anónimas, estas mayorías están reguladas en el artículo 201 de la LSC y bastará la adopción del acuerdo cuando el capital presente supere el 50% y se adopte por mayoría absoluta.

Además, deberá publicarse paralelamente el documento de exención de lanzamiento de OPA para aquellos accionistas que tengan de pronto y como consecuencia de la ecuación de canje

más del 30% como ya hemos abordado en cuestiones anteriores, así como publicar el folleto informativo en la página web de la CNMV.

Finalmente, en la fase de ejecución, una vez cumplidas las condiciones suspensivas, si las hubiese, se procede a formalizar la escritura pública de fusión, inscribirla en el Registro Mercantil y realizar el canje de acciones, culminando así el proceso de integración de Fusión entre Estrella del Mar y Ocean Ship.

2.6. La familia Machado recibe en una notificación de la familia Azcona anunciando acciones legales derivadas de la aprobación de la fusión sin su voto que incluyen, la anulación del acuerdo de fusión por contravenir lo estipulado en el pacto de accionistas y reclamación de daños. Su cliente está interesado en conocer los visos de prosperar que tiene la acción y, si a su juicio, dicha acción podría afectar a la validez de la fusión, distinguiendo si está ya se ha inscrito o no, de ser procedente.

2.6.1. **Introducción:**

En esta sección abordaremos el concepto de los pactos de socios, o más específicamente para el presente caso, los pactos de accionistas (en adelante, los “**Pactos**” o “**Pactos de Accionistas**”). Analizaremos no solo su definición desde una perspectiva teórica, sino también los diferentes tipos que existen en función de los firmantes, así como el contenido que suelen regular. Sin embargo, centraremos nuestra atención en el aspecto más relevante para este caso: su posible oponibilidad frente a la sociedad. Esto implica examinar si un acuerdo societario, como la aprobación de la Fusión adoptada por la familia Machado, podría ser impugnado por el incumplimiento de un Pacto de Accionistas, en particular al no haberse contado con el voto de la familia Azcona.

En este contexto, presentaremos un debate doctrinal donde destacados autores y expertos en derecho mercantil manifiestan su desacuerdo con la reciente interpretación del Tribunal Supremo sobre la inoponibilidad de estos Pactos.

Finalmente, tras este análisis, ofreceremos nuestra respuesta, en calidad de abogados de la familia Machado, sobre la validez y la viabilidad de prosperar de la acción legal interpuesta por la familia Azcona para intentar anular la Fusión.

2.6.2. Concepto teórico de los Pactos de Accionistas

A continuación, presentaremos dos definiciones clave y una explicación conceptual de los Pactos de Accionistas, diferenciando entre la perspectiva doctrinal, que tiende a ser más favorable hacia su oponibilidad cuando estos Pactos son omnilaterales, y la jurisprudencial, que se muestra más inclinada hacia la protección del orden societario, siendo más reticente a aceptar que puedan ser oponibles a la sociedad.

Desde el punto de vista doctrinal, autores como Paz-Ares Rodríguez definen estos Pactos como *“acuerdos celebrados entre todos o algunos de los socios entre sí, con el fin de completar, concretar o modificar, en sus relaciones internas, las reglas legales y estatutarias que la rigen”* (Paz-Ares, 2003). En contraste, la jurisprudencia, como refleja la Sentencia del Tribunal Supremo de 25 de febrero de 2016, los describe como *“aquellos acuerdos celebrados por todos o algunos de los socios de una sociedad mercantil con el objeto de regular, con la fuerza del vínculo obligatorio entre ellos, aspectos de la relación jurídica societaria sin utilizar los cauces específicamente previstos en la ley y los estatutos”*.

Como puede observarse, la definición jurisprudencial denota una visión más cautelosa y crítica hacia los Pactos, reflejando un enfoque que prioriza la estructura societaria y desconfía de su capacidad para integrar decisiones que no siguen los procedimientos estatutarios. Este sesgo negativo hacia los Pactos parece evidente desde el inicio.

No obstante, en la práctica, los Pactos de Accionistas son instrumentos muy utilizados, especialmente cuando los accionistas buscan regular aspectos que no pueden incluirse formalmente en los estatutos, pero que desean asegurar mediante acuerdos contractuales.

En cuanto a su contenido, los Pactos pueden clasificarse en tres grandes categorías: (i) pactos de relación, destinados a regular las relaciones personales entre los accionistas. En este caso, un ejemplo sería un acuerdo entre la familia Machado y la familia Azcona para no competir con

la sociedad mientras mantengan su participación accionarial, (ii) pactos de atribución, que incluyen acuerdos sobre la distribución de beneficios, derechos de adquisición preferente o cláusulas de arrastre. Un ejemplo sería el compromiso de la familia Machado de ofrecer preferentemente a la familia Azcona cualquier nueva emisión de acciones antes de venderlas a terceros, y (iii) pactos de organización, que establecen reglas sobre la toma de decisiones o el gobierno corporativo. Un caso concreto sería el pacto entre la familia Machado y la familia Azcona, que previese que, para la aprobación de modificaciones estructurales, como la Fusión, se requiera el voto favorable de ambas familias. Este sería un claro ejemplo de un pacto de organización.

Antes de adentrarnos en la cuestión central de si estos Pactos son oponibles a Estrella del Mar, es fundamental precisar qué implica esta posible oponibilidad. En esencia, nos preguntamos si un incumplimiento del Pacto puede invalidar acuerdos sociales, como en este caso la Fusión. Para ello, es importante diferenciar entre los Pactos omnilaterales y los no omnilaterales. Los Pactos omnilaterales son acuerdos firmados por todos los accionistas, como es el caso de Estrella del Mar, donde la totalidad del capital social está concentrada entre la familia Machado (88%) y la familia Azcona (12%), los cuales son factibles y permiten una coordinación más directa entre los accionistas.

Por otro lado, los Pactos no omnilaterales son aquellos suscritos únicamente por un grupo de accionistas por lo que este tipo de Pactos genera menos controversia en cuanto a su aplicación, ya que está claro que no tiene efectos frente a la sociedad.

Sin embargo, el debate, y con esto damos paso al siguiente apartado, se intensifica cuando un Pacto ha sido firmado por todos los accionistas, como ocurre en este caso. La cuestión central que surge es: ¿son estos Pactos oponibles a la sociedad y por qué? Esto nos lleva a analizar el conflicto entre la esfera societaria y la contractual, un tema que desarrollaremos a continuación.

2.6.3. Debate doctrinal sobre la oponibilidad o inoponibilidad de los Pactos

Como hemos venido exponiendo, en la actualidad existe un intenso debate en torno a la inoponibilidad de los Pactos de Accionistas, debate que ha sido reavivado e incluso acentuado por la Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de abril de 2022. Esta resolución ha suscitado

numerosas opiniones doctrinales, ya que el alto tribunal reiteró que estos pactos tienen validez y eficacia únicamente entre quienes los firman, pero no frente a terceros, como podría ser la propia sociedad Estrella del Mar.

Para enmarcar correctamente este análisis, es crucial comprender que los Pactos de Accionistas son, en esencia, contratos privados entre los firmantes, con fuerza de ley entre ellos, conforme al artículo 1091 del Código Civil, (en adelante, “CC”). Esto significa que los accionistas se obligan mutuamente a cumplir los términos establecidos en el Pacto y, en caso de incumplimiento, el perjudicado puede reclamar una indemnización por los daños y perjuicios causados, siempre que se acredite la relación de causalidad entre el daño y el incumplimiento, así como la posibilidad de resolver el Pacto en virtud del artículo 1124 del CC.

Sin embargo, cabe destacar que la cuantificación de estos daños puede resultar compleja. En este sentido, desde la perspectiva de los abogados de la familia Machado, será relevante analizar si el Pacto contiene cláusulas penales específicas para regular las consecuencias del incumplimiento. Si tales cláusulas no existiesen, se reduciría el riesgo económico asociado a una posible reclamación civil por parte de la familia Azcona.

Dicho esto, informaremos a la familia Machado que, desde esta perspectiva contractual, la familia Azcona podría dirigirse contra ellos por incumplimiento del Pacto, reclamando los daños correspondientes. No obstante, surge una cuestión aún más trascendental: ¿puede este incumplimiento dar lugar a que la familia Azcona se dirija contra Estrella del Mar para alegar la nulidad de la Fusión?

La doctrina, representada por autores de renombre como el nombrado anteriormente Cándido Paz-Ares en su obra *“Violación de Pactos, Impugnación de Acuerdos y Principio de No Contradicción”* o Ángel Carrasco Perera, en su obra *“Eficacia del Contrato frente a Terceros”* convergen en un planteamiento claro: no debería existir una distinción sustancial entre un pacto firmado por todos los accionistas y los estatutos de la sociedad.

Estos autores consideran inaceptable dicha diferenciación porque ambos documentos, en esencia, persiguen y representan el mismo interés social. En esta línea, argumentan que, dado

que el interés social es el mismo en ambos casos, un Pacto de Accionistas unánime debe ser tratado con un rango al menos equivalente al de un acuerdo social adoptado en junta universal. Así, esta visión doctrinal aboga por un enfoque más integrador entre Pactos de Accionistas y estatutos, rechazando la idea de una incomunicación absoluta entre ambos.

Según esta perspectiva, la voluntad de los accionistas expresada en los Pactos omnilaterales es idéntica a la que se recoge en el contrato social, por lo que establecer una diferenciación rígida entre ambos carece de fundamento, descartando así a Estrella del Mar como un tercero.

En conclusión, los Pactos de Accionistas omnilaterales que persiguen el interés social deben tener plena eficacia, y si un acuerdo societario posterior vulnera lo pactado en ellos, esta acción sería contraria a la buena fe y podría considerarse un abuso de derecho. Esto podría dar lugar a la nulidad del acuerdo, no tanto por la infracción del Pacto de Accionistas en sí, sino porque dicha vulneración atentaría contra el interés social, que constituye una causa legal para impugnar acuerdos societarios (Paz-Ares, 2003).

2.6.4. **Inoponibilidad de los Pactos de Accionistas según la jurisprudencia**

Para tranquilizar a la familia Machado, destacamos que la opinión doctrinal, que podría perjudicar sus intereses al defender la oponibilidad del Pacto y, con ello, la posible inviabilidad de la Fusión, expresarle que la jurisprudencia reciente difiere notablemente de la línea adoptada por la doctrina. En particular, la citada Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de abril de 2022, refuerza la posición de que los Pactos de Accionistas no son oponibles a la sociedad, garantizando así la viabilidad de la Fusión.

A continuación, exponemos los argumentos clave utilizados por el Tribunal Supremo (en adelante, “TS”) que respaldan esta interpretación y que, al prevalecer sobre la doctrina, confirman que la Fusión no corre peligro: (i) el TS enfatiza que, aunque los Pactos sean omnilaterales, su eficacia se limita exclusivamente al ámbito contractual. Según el artículo 1257 del CC, “*los contratos solo producen efecto entre las partes que los otorgan y sus herederos*”. En este sentido, Estrella del Mar, al no ser parte del Pacto, se considera un tercero ajeno al contrato. Por lo tanto, los pactos no son oponibles a la sociedad, incluso si reflejan la voluntad unánime de los accionistas. (ii) Literalidad del artículo 29 de la LSC, el cual establece que “*los*

pactos reservados a los socios no serán oponibles a la sociedad”. Por tanto, la eficacia del Pacto entre la familia Machado y la familia Azcona se restringe exclusivamente a las partes firmantes, sin que pueda afectar a Estrella del Mar. Esto refuerza la idea de que la Fusión, como acuerdo social, no puede ser anulada en base al incumplimiento de dicho Pacto y (iii) carácter tasado de los motivos de impugnación de acuerdos sociales según el artículo 204 de la LSC, el cual no recoge el incumplimiento de un Pacto de Accionistas onmilateral como causa justificable.

En resumen, aunque la doctrina puede inclinarse hacia la oponibilidad de los Pactos de Accionistas onmilaterales, la jurisprudencia es significativamente más crítica y reticente. El TS considera que estos Pactos, al no inscribirse y operar en el ámbito contractual, son mecanismos más débiles del derecho de obligaciones, incapaces de regular eficazmente el funcionamiento de la sociedad o de eludir el ordenamiento societario. Por tanto, queda claro que la Fusión aprobada por Estrella del Mar no corre peligro desde esta perspectiva jurídica.

En conclusión, podemos tranquilizar a la familia Machado señalando que, aunque la familia Azcona podría intentar ejercer acciones de reclamación por daños derivados del incumplimiento del Pacto de Accionistas, su acción para impugnar el acuerdo de la Fusión carecerá de viabilidad jurídica. Esta conclusión resulta particularmente favorable para los intereses de la familia Machado, ya que garantiza que su principal preocupación, la aprobación y consolidación de la Fusión, no se verá afectada por las pretensiones de la familia Azcona. De esta manera, el proceso de Fusión sigue adelante sin riesgos jurídicos significativos desde esta perspectiva.

3. PARTE 3

3.1. Los bancos que asesoran a la sociedad recurrentemente le sugieren que instaure un esquema de *scrip dividend* que combine, a elección del accionista, la posibilidad de recibir un dividendo en metálico o acciones por un valor equivalente. En este contexto, le piden ayuda para que por favor les guíe en la implementación de un programa de este tipo. A este respecto, le recuerdan que la familia Azcona continúa muy beligerante y ya ha expresado en una dura carta dirigida a la oficina del

accionista su oposición plena al nuevo esquema retributivo expresando que “el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad”

3.1.1. **Introducción**

En primer lugar, en esta última parte del trabajo, analizaremos el derecho al dividendo de la Familia Azcona y de la Familia Machado (en adelante, los “**Accionistas**”), explicando las diferencias entre el dividendo ordinario (lo que comúnmente conocemos como el dividendo en metálico) y el dividendo flexible (en adelante, “**Dividendo Flexibe**” o “*Scrip Dividend*”).

Una vez explicadas las diferencias, veremos la manera de implementar un programa de *Scrip Dividend* y, por último, los riesgos de que esta implementación no salga adelante con motivo de la oposición al nuevo régimen retributivo por parte de la Familia Azcona.

Los dividendos constituyen un derecho económico intrínseco a la condición de accionista, que les permite participar en el reparto de las ganancias sociales, de acuerdo con el artículo 93 de la LSC. Según el artículo 273 de la LSC, existen diversos métodos a través de los cuales Ocean Ship podrá adoptar el pago de dividendos, siempre que se cumplan ciertos requisitos y la Junta General de Accionistas resuelva sobre la aplicación del resultado, bajo las siguientes condiciones: (i) los dividendos deben repartirse con cargo a resultados positivos, (ii) la sociedad no puede encontrarse en situación de desequilibrio patrimonial, (iii) el valor del patrimonio neto no puede ser inferior al capital social, y (iv) deben compensarse las pérdidas de ejercicios anteriores antes de proceder al reparto.

Partiendo de esta base, el pago de dividendos puede adoptar múltiples formas, siendo las más habituales el reparto tradicional en efectivo y el Dividendo Flexible. A continuación, analizaremos la utilidad específica del *Scrip Dividend*, los beneficios que podría aportar tanto a Ocean Ship como a sus Accionistas, así como las implicaciones de su implementación y los posibles problemas derivados de la reticencia de la Familia Azcona a aceptar esta modalidad.

3.1.2. **El *Scrip Dividend***

En primer lugar, recordemos que el *Scrip Dividend*, es una manera de retribuir al accionista, según la cual es el propio accionista el que tiene la facultad de optar entre (i) las acciones (emitidas de nueva emisión) o (ii) recibir una retribución en efectivo mediante el cobro de un

dividendo ordinario (dinero en metálico). Básicamente proporciona libertad al accionista para elegir en función de sus preferencias.

De este modo, se permitirá conjugar mejor los intereses de Ocean Ship y de los Accionistas, *“ofreciendo una solución al tradicional conflicto entre el interés de la sociedad de retener los beneficios y el de los socios en percibir dividendos (Iribarren, 2012)”*.

La principal ventaja de esta modalidad de retribución para los Accionistas de Ocean Ship es que permite reducir la salida de caja de la sociedad. Si más accionistas optan por recibir acciones en lugar de efectivo, la liquidez de Ocean Ship mejora, y por tanto su balance se fortalece al reducir la deuda, convirtiendo así esta medida en una solución atractiva para los problemas de tesorería asociados al pago de dividendos en efectivo.

3.1.3. Programa de *Scrip Dividend* ajustado a las necesidades de Ocean Ship

Para implementar este sistema, será necesario establecer un mecanismo mediante el cual la Junta General de Accionistas de Ocean Ship acuerde, en el orden del día, los siguientes puntos: (i) una ampliación de capital liberada con cargo a reservas, en virtud del artículo 303 de la LSC y (ii) la aprobación de un dividendo complementario correspondiente al ejercicio 2024, conforme a las fórmulas que se describen a continuación en el programa.

Es importante destacar que ambas opciones de retribución deberán ser equivalentes en términos económicos para los Accionistas.

Para la implementación en Ocean Ship, tomamos como referencia el programa de Dividendo Flexible de Repsol del 15 de junio de 2015, en el que se ofrecen tres alternativas para los Accionistas: (i) no transmitir sus derechos de asignación gratuita y recibir acciones nuevas, (ii) transmitir la totalidad o parte de sus derechos de asignación gratuita a Ocean Ship a un precio fijo garantizado y (iii) transmitir la totalidad o parte de sus derechos de asignación gratuita en el mercado durante el periodo de negociación.

Expresado esto, el diseño del programa requerirá definir:

- Derechos de asignación gratuita: donde los derechos serán asignados a los Accionistas de Ocean Ship que hayan adquirido sus acciones antes del 1 de diciembre de 2024 y el cálculo del número de derechos necesarios para recibir una acción nueva será: (i) $\text{Número de derechos por acción} = \text{Total de acciones en circulación} / \text{Número provisional de acciones nuevas}$. (ii) $\text{Número provisional de acciones nuevas} = \text{Importe de la opción alternativa (aumento de capital)} / \text{Precio de cotización de las acciones de Ocean Ship}$. Y (iii) $\text{Número máximo de acciones nuevas a emitir} = \text{Total de acciones en circulación} / \text{Número de derechos por acción}$.
- El número final de acciones nuevas que se emitan dependerá del porcentaje de Accionistas de Ocean Ship que opten por recibir su retribución en efectivo, lo que reducirá el volumen del aumento de capital.

Este sistema permitirá a Ocean Ship ofrecer una política de retribución flexible y adaptada a las preferencias de sus Accionistas.

3.1.4. **Imposibilidad de instauración del Dividendo Flexible si no se cuenta con la autorización de todos los Accionistas.**

Concluyendo este trabajo, presentamos nuestra última reflexión en calidad de abogados. Legalmente, el dividendo se configura como un crédito de naturaleza dineraria (Alfaro, 2015). lo que significa que, salvo que se pacte lo contrario, los accionistas tienen derecho a recibir en dinero el dividendo aprobado, como expresamos, por la Junta General de Accionistas. No obstante, es posible, mediante acuerdo unánime de los accionistas, incluir en los estatutos una cláusula que permita a la Junta General de Accionistas decidir el pago de dividendos en especie, es decir, en una forma distinta al dinero (Paz-Ares, 1992).

En el caso de Ocean Ship, al no existir actualmente una cláusula que contemple el Dividendo Flexible, sería necesario modificar los estatutos para incluirla, lo que requiere unanimidad. Sin embargo, dado que la familia Azcona se opone a esta medida, no será viable alcanzar el consenso necesario. Esta oposición dificultará cualquier modificación estatutaria, ya que afectar los derechos económicos de los Accionistas exige su consentimiento, algo que no parece posible en las circunstancias actuales.

Bibliografía

- Alfaro, J. (30 de Septiembre de 2015). Dividendos en especie. *Almacén de Derecho*.
- Alfaro, J. (9 de Enero de 2018). Sobre la regulación estatutaria de la OPA obligatoria. *Almacén de Derecho*.
- Álvarez, T. A. (2024). La due diligence legal previa a la adquisición de empresa. En *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (4.ª Edición)*. LA LEY Soluciones Legales, S.A.
- Ares, C. P. (2003). El enforcement de los pactos parasociales. En *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*. Madrid.
- Barbón, F. S. (2024). Escisión. Algunas consideraciones prácticas. En *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (4.ª Edición)*. LA LEY Soluciones Legales, S.A.
- Charro, R. H. (2019). Due Diligence. En Á. C. Perera, *Adquisiciones de Empresas*. ARANZADI.
- Enterría, J. G. (3 de Enero de 2023). Sobre el concierto en materia de OPA obligatoria: concierto en la adquisición de acciones y concierto en el ejercicio de los derechos de voto. *Almacén de Derecho*.
- Iribarren, M. (2012). Los dividendos electivos o scrip dividends. En *Revista de Derecho Mercantil*.
- Jordano, M. (2024). Fusiones de sociedades cotizadas. En *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (4.ª Edición)*. LA LEY Soluciones Legales, S.A.
- Lefebvre, F. (2024). Modificaciones Estructurales. En *Memento Sociedades Mercantiles*. Lefebvre.
- Martín, P. R. (2024). Los ajustes de precio en los contratos de compra de empresas. En *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (4.ª Edición)*. LA LEY Soluciones Legales, S.A.
- Nicosia, E. (2019). La condición resolutoria en los actos jurídicos. En *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña* (págs. 499-510).
- Ortiz, J. T. (2024). El contrato de compraventa de acciones. En *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (4.ª Edición)*. LA LEY Soluciones Legales, S.A.
- Paredes, C. (2024). Ofertas públicas de adquisición de valores (I). En *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (4.ª Edición)*. LA LEY Soluciones Legales, S.A.

- Paz-Ares, C. (1992). Aproximación al estudio de los dividendos en especie. En *Revista Jurídica del Notariado*.
- Paz-Ares, C. (2003). El enforcement de los pactos parasociales. En *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*. Madrid.
- Perera, Á. C. (2019). Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento. En *Adquisiciones de empresas*. Aranzadi, Thomson Reuters, 2019, 5ª edición.
- Pomar, F. G. (2024). Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. En *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (4.ª Edición)*. LA LEY Soluciones Legales, S.A.
- Redonet, J. (2024). Ofertas públicas de adquisición de valores (II). En *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (4.ª Edición)*. LA LEY Soluciones Legales, S.A.

Legislación

- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.
- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.
- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.
- 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.

Jurisprudencia

- Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de mayo de 2012.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 25 de febrero de 2016.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de abril de 2022.
- Sentencia Del Tribunal de Justicia de 6 de octubre de 2021. *Caso Sumal* (C-882/19).
- Comunicación de la Comisión sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin (2005/C 56/03).