

**TRABAJO DE FIN DE MÁSTER**

**MÁSTER UNIVERSITARIO EN ACCESO A LA ABOGACÍA Y A LA  
PROCURA**



**CASO PRÁCTICO:**

*Especialidad Derecho de Empresa*

**Alumna: Killa Yolanda Cornejo Aradas**

**Tutor: Javier Tortuero Ortiz**

Área de Derecho Mercantil

Facultad de Derecho - Universidad Pontificia Comillas

Curso Académico 2024-2025

## ÍNDICE

<b>1. PARTE 1: ADQUISICIÓN DE ESTRELLA GESTIÓN DE PUERTOS....</b>	<b>4</b>
<b>1.1 Potenciales consecuencias adversas para el comprador del expediente abierto por la CNMC contra Estrella del Mar y cómo protegerlas en el contrato de compraventa.....</b>	<b>4</b>
1.1.1 Posibles contingencias.....	4
1.1.2 ¿Cómo protegerse en el contrato de C-V?.....	12
1.1.3 Recomendaciones adicionales para el Comprador.....	13
<b>1.2. Reorganización societaria para aglutinar todo el negocio de gestión portuaria de Estrella del Mar en su filial Estrella Gestión.....</b>	<b>14</b>
1.2.1 Alternativas de reorganización societaria.....	15
1.2.2 Descripción general de la reorganización societaria.....	17
1.2.3 Calendario estimado.....	18
1.2.4 Coberturas del contrato.....	20
1.2.5 Cautelas a tener en cuenta.....	21
<b>1.3. Alcance y consecuencias del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros S.A.....</b>	<b>23</b>
<b>1.4. Asesoramiento sobre la inclusión de un pacto de no competencia en el contrato.....</b>	<b>24</b>
<b>2. PARTE 2: OPERACIÓN PARA LA TOMA DE OCEANSHIP S.A.....</b>	<b>27</b>
<b>2.1. Compra de una participación minoritaria de OceanShip S.A. sin lanzar oferta pública de adquisición.....</b>	<b>27</b>
2.1.1. ¿Surge la obligación de lanzar OPA?.....	28

2.1.2. ¿Cómo articular la operación?.....	31
<b>2.2. Fusión por absorción entre Estrella del Mar y OceanShip.....</b>	<b>32</b>
2.2.1. Articular la operación sin que la familia Machado tenga que lanzar OPA obligatoria y los requisitos que deben cumplirse.....	32
2.2.2. Calendario y principales pasos para la integración.....	35
<b>2.3. Demanda de la familia Azcona solicitando la anulación del acuerdo de fusión y una indemnización por daños.....</b>	<b>36</b>
2.3.1. Visos de prosperar de la acción.....	37
2.3.2. ¿Podría una sentencia estimatoria afectar a la validez de la fusión?.....	41
<b>3. PARTE 3: IMPLEMENTACIÓN DEL <i>SCRIP DIVIDEND</i>.....</b>	<b>42</b>
<b>3.1 Asesoramiento para la implementación de un programa de <i>scrip dividend</i>...</b>	<b>42</b>
3.1.1. ¿Qué es el <i>scrip dividend</i> ?.....	42
3.1.2 ¿Cómo implementarlo?.....	42
3.1.3 ¿Existe alguna limitación respecto de la “fórmula” que debe operar por defecto?	44
3.1.4 ¿Puede la familia Azcona oponerse al <i>scrip dividend</i> ? .....	45
3.1.5 Otras cuestiones a tener en cuenta .....	46

## ÍNDICE DE ABREVIATURAS

**AEAT** Agencia Estatal de Administración Tributaria

**CC** Código Civil

**C. Com** Código de Comercio

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

**CNMV** Comisión Nacional del Mercado de Valores

**ET** Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores

**LCSP** Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público

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

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

**LIS** Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades

**LME** 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.

**LRJSP** Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público

**RDL de Daños** Real Decreto-Ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores

**RD de Opas** Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

**RM** Registro Mercantil

**TFUE** Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

**TJUE** Tribunal de Justicia de la Unión Europea

**TS** Tribunal Supremo

## PARTE 1. ADQUISICIÓN DE ESTRELLA GESTIÓN DE PUERTOS

### **1.1 Potenciales consecuencias adversas para el comprador del expediente abierto por la CNMC contra Estrella del Mar y cómo protegerlas en el contrato de compraventa.**

El fondo de inversión Atlas Capital (“**Comprador**” o “**Fondo**”) busca la adquisición de la división de gestión de puertos de la sociedad Estrella del Mar S.A. (“**Estrella del Mar**”, “**Matriz**” o “**Vendedor**”), que en fecha de cierre debe estar aglutinada en su filial 100% participada Estrella Gestión de Puertos S.L.U. (“**Estrella Gestión**” o “**Target**”). Además, el Fondo ha adquirido recientemente Andalucía Harbors S.L. (“**Andalusia Harbors**”), una sociedad que opera instalaciones portuarias en el sur de España, y su idea es fusionar ambas compañías (“**Sociedad Resultado de la Fusión**”).

En el proceso de *due diligence*, el Comprador descubre que la Matriz tiene un expediente abierto por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (“**CNMC**”), en el cual se investiga una posible conducta colusoria por repartirse subastas con otras compañías que afectaría, en concreto, a la concesión del Puerto de Santander, titularidad actualmente de la Target. Este tipo de prácticas están prohibidas por el artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (“**TFUE**”) y por el artículo 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (“**LDC**”) y llevan aparejado un régimen sancionador que se concreta en esta y otras normas.

A continuación detallamos las posibles sanciones que podrían imponerse a Estrella del Mar y de qué manera podrían afectar a la Target y a la Sociedad Resultado de la Fusión, así como la forma que entendemos más adecuada para que el Comprador pueda protegerse de estas eventuales contingencias en el contrato de compraventa.

#### **1.1.1 Posibles contingencias**

##### **I. Multa.**

En primer lugar, cabe recordar someramente que en nuestro ordenamiento jurídico rige como regla general el **principio de responsabilidad personal**, *i.e.*, es al responsable de un hecho ilícito a quien se le impone la sanción que este lleve aparejada. Con relación al Derecho Administrativo, el régimen administrativo sancionador establece que sólo se podrá sancionar por hechos constitutivos de infracción administrativa a las personas físicas o jurídicas que

sean responsables de los mismos mediando dolo o culpa, según dispone el artículo 28.1 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público (“**LRJSP**”).

Con relación al Derecho de la Competencia, la CNMC puede imponer en sus resoluciones el pago de multas por conductas anticompetitivas (art. 53.2.d LDC). El art. 62.4.a LDC dispone que es una infracción muy grave el “desarrollo de conductas tipificadas en el artículo 1 de esta ley”; es decir, las colusorias. Este tipo de infracciones llevan aparejada una sanción que consiste en una “multa de hasta el 10 por ciento del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de imposición de la multa” (art. 63.1.c LDC) o, si no es posible delimitar el volumen de negocios, en una multa de más de 10 millones de euros (art. 63.3.c. LDC).

En cuanto a los sujetos infractores, el art. 61.1 LDC establece que “serán sujetos infractores las personas físicas o jurídicas que realicen las acciones u omisiones tipificadas como infracciones en esta ley”.

En vista de lo anterior, está claro que la CNMC puede imponer una multa a Estrella del Mar como sujeto infractor si considera que ha incurrido en conducta colusoria. No obstante, debemos analizar si el organismo público podría sancionar también a la Target y, en última instancia, a la Sociedad Resultado de la Fusión, ya que son estos dos escenarios los que perjudicarían al Comprador.

En el año 2021 se reformó la LDC y se incluyó una segunda parte al art. 61.1, añadiendo que en el caso de las empresas se considerarán también sujetos infractores sus “**sucesores legales o económicos**”. Esta modificación es muy relevante porque viene a cristalizar una jurisprudencia que llevaba años aplicándose y que permite sancionar a empresas por infracciones del Derecho de la Competencia cometidas por otras compañías<sup>1</sup>, siempre que se cumplan determinados requisitos que procedemos a desarrollar.

Durante las últimas décadas el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (“**TJUE**”) viene aplicando el **principio de continuidad económica** a los procedimientos administrativos<sup>2</sup> y,

---

<sup>1</sup> La ingeniería societaria puede dar lugar a elusiones por parte de las empresas de sus responsabilidades por infracción del Derecho de la Competencia, mediante el traspaso de su actividad a otras compañías y la extinción de la potencialmente responsable. Por este motivo, la doctrina del TJUE ha tenido que articular mecanismos eficaces para poder perseguir estas prácticas y que los responsables de conductas anticompetitivas no queden impunes.

<sup>2</sup> Entre otras, *Enichem Anic vs. la Comisión Europea*; *NV Koninklijke KNP BT vs. la Comisión Europea*; *ETI SpA vs. Autorità Garante della Concorrenza e del Mercat*; *HFB Holding für Fernwärmetechnik Beteiligungsgesellschaft mbH vs. la Comisión Europea*; *Versalis SpA vs. la Comisión Europea*.

recientemente, ha extendido sus efectos también a la responsabilidad civil (que analizaremos en el siguiente apartado). Este principio permite imputar la responsabilidad de la conducta anticompetitiva a sujetos que no han participado en ella pero que son sucesores del infractor, ya sea por modificaciones estructurales o por subrogación; es decir, se trata de una excepción al principio de responsabilidad personal.

Según lo establecido por la jurisprudencia, para que pueda entenderse que hay sucesión empresarial a los efectos de aplicar el principio de continuidad a la empresa sucesora deben cumplirse una serie de requisitos. En primer lugar, debe de existir una “**identidad sustancial**” entre las empresas que se suceden. En segundo lugar, **no puede existir ninguna persona jurídica a la que se pueda atribuir la responsabilidad** por la infracción, ya sea porque (i) la empresa “ha dejado de existir legalmente”, (ii) “de facto sea material y objetivamente imposible reclamarle la multa por estar la empresa en liquidación”, (iii) “no desarrolle actividades económicas” o (iv) “por fraude, esto es, porque la sucesión se realizara con el propósito de eludir las sanciones por una infracción de defensa de la competencia”. De este modo se consigue evitar la impunidad de la empresa infractora<sup>3</sup>.

La CNMC pone el foco en la continuidad empresarial y no en la continuación de la infracción; es decir, que aunque la empresa sucesora no participe en la actividad infractora puede igualmente ser responsable por la conducta de la empresa que cometió el hecho ilícito y a la que no se le puede imputar la responsabilidad<sup>4</sup>.

Es posible trasladar la responsabilidad al adquirente de la entidad infractora en caso de sucesión de empresas, pero solo bajo la doctrina de la “unidad económica” y la “unidad de decisión”<sup>5</sup>. Sobre este particular, el TS declara en su sentencia 1973/2014, de 16 de diciembre de 2015, lo siguiente:

“Sin hacer afirmaciones de carácter general, lo que no resulta ni necesario ni conveniente, sí hemos de indicar que el criterio que debe prevalecer a la hora de depurar las responsabilidades de carácter económico en la sucesión de empresas es la de la permanencia de una entidad económica y empresarial o, dicho en otros términos, la identidad sustancial entre las empresas sucesivas. La modulación de los principios de culpabilidad y responsabilidad dependerá de que se constate una quiebra parcial de continuidad económica y empresarial entre las empresas sucesivas, pero no

<sup>3</sup> Entre otras, la STJUE, de 25 de octubre de 2011, en el asunto T-349/08, Uralita SA v Commission; STJUE, de 20 de marzo de 2002, en el asunto T-9/99 HFB Holding o STJUE, de 11 de diciembre de 2007, en el asunto C-280/06 Autoritá Garante della Concorrenza e del Mercato v. ETI.

<sup>4</sup> MARTÍNEZ MATA, Y., “Multas de competencia, sucesión de empresas y concurso”, *Almacén de Derecho*, 2019

<sup>5</sup> GUTIÉRREZ HEERNÁNDEZ, A., “Veinte años de jurisprudencia *antitrust* en España: El papel de los tribunales en la interpretación de las normas de defensa de la Competencia”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, vol. 60, 2022, pp. 46-64

necesariamente por el mero hecho de que haya habido una reorganización, un cambio de nominación o la adquisición de la empresa por otra, esto es, por un cambio de titularidad. Otra cosa conduciría, como aduce con razón el Abogado del Estado, a la elusión discrecional de responsabilidades por parte de una sociedad mercantil procediendo a cualquiera de las citadas modificaciones.”<sup>6</sup>

En el marco de una adquisición, para que la responsabilidad pueda ser imputada al adquirente, es necesario un tercer requisito: **que el comprador hubiera conocido la actividad infractora de la empresa que adquiere.** Así lo entendió la CNMC en su resolución de 1 de octubre de 2019. En esta resolución decidió archivar el expediente de Dominion, una de las empresas incoadas, porque entendió que no conocía la participación en el cártel de la empresa que adquirió en el marco de un procedimiento concursal:

“Dados los elementos fácticos descritos no cabe concluir que la compraventa de ABANTIA por parte de DOMINION se realizó de forma fraudulenta, es decir, con el propósito de eludir las responsabilidades derivadas de un ilícito. Tampoco se ha constatado que existiera algún vínculo estructural previo entre la empresa adquirente y adquirida que permitiera establecer la presunción de que la empresa adquirente conociera la comisión de los hechos de ABANTIA hasta 2015. **Tampoco consta que DOMINION mantuviera su participación en el cártel ni que conociera o pudiera conocer que las unidades productivas que estaba adquiriendo estuvieron involucradas en la comisión de unos hechos constitutivos de una infracción de competencia.**

Por todo ello esta Sala considera que, en las circunstancias descritas, no debe considerarse a DOMINION responsable de las infracciones derivadas de los hechos en los que ha participado ABANTIA”<sup>7</sup>.

Contrariamente, sí mantuvo la sanción para la compañía MASA porque quedó acreditado que conocía la conducta colusoria llevada a cabo por la empresa que adquirió:

Dados los elementos fácticos referidos, esta Sala aprecia que se ha acreditado que **la compraventa de IMTECH por parte de MASA se realizó con el conocimiento de la participación de IMTECH en el cártel.** (...) Por tanto, es imputable a MASA como sucesora de IMTECH”<sup>8</sup>

En vista de todo lo anterior, para que la CNMC pudiese multar a Estrella Gestión y eventualmente a la Sociedad Producto de la Fusión tendrían que cumplirse los tres requisitos descritos. Vamos a analizar si se cumplen en el caso que nos ocupa:

- *Identidad sustancial entre las empresas que se suceden.* Tras la reorganización societaria Estrella Gestión aglutinará toda la actividad de gestión portuaria que antes colgaba de la matriz y de otras de sus filiales (concesiones, trabajadores, contratos, maquinaria...). Tras la compra, el Fondo pretende fusionar a la Target con otra empresa con idéntico objeto social, con el objetivo de que la Sociedad Resultado de la

---

<sup>6</sup> STS 1973/2014, de 16 de diciembre de 2015, confirmatoria de la multa impuesta a una de las empresas incoadas, en concepto de sucesora, en el marco del expediente S/0120/08 Transitarios.

<sup>7</sup> Resolución de la CNMC de 1 de octubre de 2019, expediente S/DC/0612/17 Montaje y mantenimiento industrial, pp. 153-154

<sup>8</sup> Resolución de la CNMC de 1 de octubre... *op. cit.*, p.127



Fusión se dedique también a la gestión portuaria. Con lo cual, entendemos que este requisito sí se cumple.

- *Imposibilidad de perseguir a la empresa infractora.* En principio, Estrella del Mar seguirá existiendo y se dedicará al transporte internacional de mercancías. Por tanto, este requisito no se cumple.
- *El comprador tiene conocimiento de la conducta colusoria de la target.* Tras el proceso de *due diligence* el Fondo ha tenido conocimiento del expediente abierto por la CNMC por una posible conducta colusoria de la Matriz en relación a la concesión del Puerto de Santander, ahora titularidad de la Target. No obstante, todavía no hay una resolución en firme, por lo que el Comprador no sabe a ciencia cierta si está comprando una empresa que incluye una concesión obtenida ilícitamente. Se cumple parcialmente.

Tras este análisis, consideramos que lo más probable es que la CNMC declare responsable a Estrella del Mar, ya que es la que participó en el cártel, y vemos poco probable que la multa pueda afectar al Comprador. No obstante, aunque sea poco probable, no es imposible. Por ejemplo, podría ocurrir que la CNMC condenase a la Matriz al pago de una multa, esta entrase en liquidación y no pudiese afrontar su pago. En este escenario la CNMC podría dirigirse a la sucesora. Este riesgo hay que cubrirlo en el contrato de CV, como veremos más adelante.

## II. Responsabilidad civil por daños y perjuicios.

El Real Decreto-Ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores (“**RDL de Daños**”), transpone la Directiva 2014/104/ue del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la competencia de los Estados miembros y de la Unión Europea. Esta transposición supone la cristalización de la aplicación privada del Derecho de la Competencia a nivel nacional y facilita el ejercicio de las acciones resarcitorias de los daños derivados por conductas

anticompetitivas, que anteriormente se ventilaban por la vía de la responsabilidad extracontractual<sup>9</sup>.

Mediante el RDL de Daños se modifica la LDC y se introduce el *Título VI De la compensación de los daños causados por las prácticas restrictivas de la competencia*. En concreto, el art. 71.1 LDC establece que “los infractores del Derecho de la competencia serán responsables de los daños y perjuicios causados”. En el art. 72 LDC se introduce el derecho a obtener el pleno resarcimiento de la persona física o jurídica perjudicada por la vía jurisdiccional civil ordinaria, lo que incluye la indemnización por el daño emergente y el lucro cesante más el pago de los intereses.

Por lo tanto, vemos que actualmente nuestro ordenamiento recoge dos vías para garantizar los efectos disuasorios y de reparación de las infracciones del Derecho de la Competencia, una pública sancionadora (descrita en el apartado anterior) y otra privada resarcitoria<sup>10</sup>.

Con relación a la reclamación por daños derivados de conductas anticompetitivas, existen dos tipos de acciones:

- a) *Acción stand-alone*. Todavía no existe una resolución y el demandante la dirige contra quien considera que ha participado en un cártel.
- b) *Acción follow-on*. Ya existe una resolución que declara a una o varias personas responsables del cártel y la acción se dirige contra ellas.

La persona jurídica que presuntamente participó en el cártel es Estrella del Mar, por lo que los perjudicados podrían ejercitar estas acciones contra ella para obtener un resarcimiento por los daños sufridos. No obstante, debemos dilucidar si estas acciones podrían también dirigirse contra la Target y, eventualmente, contra la Sociedad Resultado de la Fusión, ya que es este escenario el que afectaría al Comprador.

Se acepta que una matriz pueda ser declarada responsable por las conductas de su filial cuando posea todo a casi todo su capital social (“responsabilidad ascendente”), pues así lo avaló el TS en la STS 674/2019, de 23 de mayo, en la que establece una presunción *iuris tantum* de responsabilidad con respecto a la matriz<sup>11</sup>. Así se recoge también en el art. 61.2

---

<sup>9</sup> “Acciones por daños por infracción del Derecho de la Competencia. Transposición de la Directiva 104/2014, de 26 de noviembre”, *Ars Iuris Salmanticensis*, vol. 5, 2017 pp. 198-201

<sup>10</sup> SOTO PINEDA, J., “Una lección de la defensa de la competencia en la Unión Europea: el principio de continuidad económica”, *Revista de Derecho (Valdivia)*, vol. 34, 2021

<sup>11</sup> En esta sentencia el TS avaló una sanción de 20.000.000 de euros de la CNMC impuesta a Repsol S.A., la matriz de un grupo energético, que tiene una participación del 100% o próximo al 99’78% en Repsol Comercial

LDC, que establece que “la actuación de una empresa es también imputable a las empresas o personas que la controlan, excepto cuando su comportamiento económico no venga determinado por alguna de ellas”.

Pero, ¿puede la filial ser declarada responsable por la conducta de su matriz? A la luz de la reciente jurisprudencia del TJUE, parece que sí. El tribunal aceptó en su sentencia del 6 de octubre de 2021, asunto C-882/19, Sumal S.L. contra Mercedes Benz Trucks España, S.L. la “responsabilidad descendente” entre sociedades que forman parte de una misma “empresa” o “unidad económica”, incluso aunque la filial no haya sido declarada responsable.

No obstante, es importante señalar que, a diferencia de lo que ocurre con la responsabilidad ascendente, en la que existe una presunción *iuris tantum* cuando la matriz controla a la filial, la responsabilidad descendente no es automática y la parte demandante debe probar que:

1. Existen vínculos económicos, organizativos y jurídicos entre matriz y filial en el momento de la infracción.
2. Existe un vínculo entre la actividad económica de la filial y la actividad de la matriz que dio lugar a la infracción.

Asimismo, en la sentencia del TJUE de 14 de marzo de 2019, en el asunto Vantaan kaupunki vs. Skanska Industrial Solutions Oy, el tribunal aceptó el principio de continuidad económica también en el ámbito de la extensión de la responsabilidad por daños a empresas que no son declaradas responsables, siempre que se cumplan los requisitos explicados en el apartado anterior.

En conclusión, parece muy improbable que pueda prosperar una acción *follow-on* contra Estrella Gestión o contra la Sociedad Resultante de la Fusión, aunque no es imposible.

### III. **Prohibición de contratar.**

El art. 71.1.b de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público (“LCSP”) establece que no podrán contratar con las Administraciones u organismos públicos las personas que hayan sido condenadas con carácter firme por infracción grave de falseamiento

---

de Productos Petrolíferos, filial que cometió conductas anticompetitivas. El TS razonó que “la imputación y consiguiente sanción a la matriz *ex* artículo 61.2 LDC se basa en la presunción legal de que los actos de la filial obedecen a esa influencia decisiva, presunción legal basada en la participación accionarial de la matriz en la filial, presunción que se destruye mediante prueba en contrario cuya carga es de la matriz”.

de la competencia. Esta prohibición no podrá exceder de tres años, excepto si la sentencia de un proceso penal establece una duración superior (art. 72.6 LCSP).

El apartado tercero del mentado precepto amplía la prohibición de contratar a “aquellas empresas de las que, por razón de las personas que las rigen o de otras circunstancias, pueda presumirse que son continuación o que derivan, por transformación, fusión o sucesión, de otras empresas en las que hubiesen concurrido aquellas”. Sobre este particular, la Junta Consultiva de Contratación establece en su Informe 25/09, de 1 de febrero de 2010, que para aplicar esta presunción se debe atender a las circunstancias particulares de cada caso y que debe interpretarse con carácter restrictivo. Por ejemplo, la coincidencia en el objeto social, los medios materiales y humanos o los miembros del órgano de administración<sup>12</sup>.

Atendiendo a lo anterior, y en la línea de lo explicado en los apartados precedentes, podría darse el caso de que la prohibición de contratar se extendiese a Estrella Gestión y, eventualmente, a la Sociedad Resultado de la Fusión. No obstante, en virtud del art. 72.5 LSCP, no se impondrá la prohibición cuando se paguen las multas e indemnizaciones establecidas o se acredite el compromiso de pago de las mismas. Tampoco cuando la afectada por la prohibición de contratar se acoja al programa de clemencia en materia de falseamiento de la competencia, que comporta la denuncia voluntaria de la conducta colusoria o la colaboración activa para esclarecer los hechos.

#### IV. **Retirada de la concesión.**

Los puertos son bienes demaniales, por tanto, en virtud del art. 84.3 de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas, las autorizaciones y concesiones deben regirse en primer término por la legislación especial que las regula.

La concesión afectada es la del puerto de Santander, por lo que debemos acudir a la Ley 5/2004, de 16 de noviembre, de Puertos de Cantabria. Esta ley establece en su art. 48.2 que una concesión puede ser retirada, sin derecho a indemnización, cuando se hayan alterado los supuestos que motivaron su otorgamiento y que impliquen la imposibilidad jurídica de continuar en el disfrute de la concesión.

Si la CNMC declara que la concesión del puerto de Santander se obtuvo ilícitamente, hay muchas posibilidades de que la autoridad portuaria de Cantabria le retire la concesión a quien

---

<sup>12</sup> ODRIOZOLA, M., BARRANTES, B. *et al.*, “Antitrust Update: Monográfico sobre prohibición de contratar”, *Revista Clifford Chance*, nº1, 2019

sea titular de la misma en ese momento, ya sea Estrella Gestión o la Sociedad Resultante de la Fusión.

#### V. **Responsabilidad penal y prohibición de contratar al jefe de división.**

El art. 262 del Código Penal establece prisión, multa e inhabilitación especial para contratar con las Administraciones Públicas a quienes incurran en conductas colusorias en un concurso público. Esto podría ser relevante en caso de que el jefe de división de Estrella del Mar que participó en el cártel pase a formar parte del equipo de Estrella de Gestión.

#### VI. **Daños reputacionales.**

La declaración de responsabilidad de Estrella del Mar y de Estrella Gestión, así como la potencial retirada de la concesión del puerto de Santander, podrían dañar la imagen de la Sociedad Resultante de la Fusión, lo cual comportaría lucro cesante por las oportunidades de negocio que pudiese llegar a perder.

##### 1.1.2 **¿Cómo protegerse en el contrato de C-V?**<sup>13</sup>

#### I. **Manifestaciones y garantías (R&W)**

Esta es una de las cláusulas más importantes en un contrato de compraventa. El vendedor ofrece una descripción de la *target* que debe ser completa, veraz y exacta, ya que el comprador tiene en cuenta la información proporcionada a la hora de decidir si adquirir o no la sociedad. Además, estas manifestaciones llevan aparejado un régimen de garantías, que se activará en caso de que no se cumplan. Estas garantías pueden ir desde indemnizaciones por los daños sufridos por el comprador, hasta la facultad de resolver el contrato si se ha pactado que alguna de ellas tenga el carácter de esencial.

Con relación a posibles contingencias en el marco del Derecho de la Competencia, el Vendedor debe declarar que

- todas las concesiones de puertos se han obtenido observando la normativa vigente;
- no se ha participado en ningún cártel ni incurrido en conducta alguna que pueda generar responsabilidad en el ámbito del Derecho de la Competencia, a excepción de lo manifestado en el *disclosure schedule*; y que
- no hay ningún expediente sancionador abierto contra ninguna empresa del grupo que pueda afectar a la Target, a excepción de lo declarado en el *disclosure schedule*.

---

<sup>13</sup> Para responder a este apartado se ha consultado TORTUERO ORTIZ, J., “El contrato de compraventa de acciones”, *Manual de Fusiones y Adquisiciones*, Wolters Kluwer, 2021, 3ª ed., pp. 353-397

Como se trata de un contrato que contempla una fecha de firma y otra de cierre, el Comprador debe pedir que las *R&W* se reiteren en la fecha de cierre.

## II. Disclosure schedule

Se suelen incluir como anexos al contrato. Son excepciones a la responsabilidad del vendedor por contingencias conocidas y que pone de manifiesto. En este caso, el Vendedor declara que

- la CNMC ha abierto un expediente contra Estrella del Mar por participar presuntamente en un cártel, y que
- este procedimiento podría afectar a la concesión del puerto de Santander.

## III. Specific indemnity

La contingencia señalada en el *disclosure schedule* tiene tal envergadura que negociaremos la inclusión de una obligación específica de indemnizar en caso de que ocurran los potenciales daños, analizados en el apartado anterior.

Como hemos señalado, la multa y la responsabilidad civil sólo afectarían a la Target si la matriz no puede pagar. En ese caso, habría que pagar la indemnización a través de los pasivos sobrevenidos del art. 399 LSC: “Los antiguos socios responderán solidariamente de las deudas sociales no satisfechas hasta el límite de lo que hubieran recibido como cuota de liquidación”.

## IV. Depósito (escrow) o ajuste de precio

Como analizamos en los apartados precedentes, la contingencia que más probabilidades tiene de materializarse es la retirada de la concesión del puerto de Santander, por lo que para cubrirnos frente a ella negociaremos una garantía adicional: realizar una estimación del daño producido por la retirada de la concesión y depositar esa cantidad en un *escrow*. También podría pactarse una cláusula de ajuste de precio para el caso de que la CNMC retire la concesión del puerto en el periodo interino (el que transcurre entre la fecha de firma y de cierre), ya que el precio de la Target se reduciría considerablemente.

### **1.1.3 Recomendaciones adicionales para el Comprador**

#### I. Seguro de M&A

Pensamos que es muy recomendable para nuestro cliente contratar un seguro de *M&A*. El seguro proporciona cobertura frente a los daños ocasionados por el incumplimiento de las manifestaciones y garantías por parte del Vendedor.

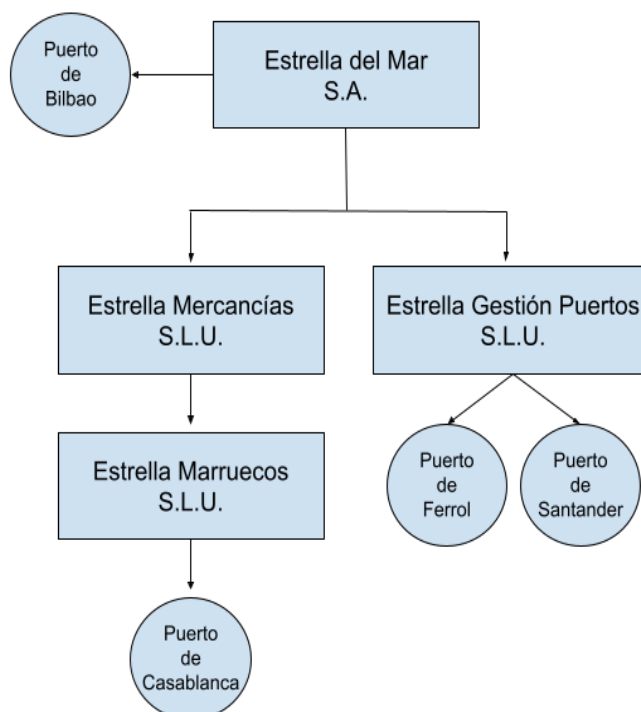
## II. Obligación de gross-up

Es importante tener en cuenta el impacto fiscal que el eventual pago de las indemnizaciones puede tener sobre el Comprador. Si el pago de la indemnización se realiza una vez transcurrido un año desde la fecha de cierre del contrato, ese dinero tendrá la consideración de ingreso y estará sujeto a tributación. Con lo cual, negociaremos la inclusión de una obligación de *gross-up*, en virtud de la cual el Vendedor deberá incrementar el importe de la indemnización de forma equivalente a los impuestos que el Comprador vaya a soportar, con el objetivo de que quede plenamente indemnizado.

## III. Programa de clemencia

Si se diese el caso de que la CNMC quisiera imponer la prohibición de contratar a la Target, es recomendable que esta se acoja al programa de clemencia del art. 72.5 LSCP y colabore con la investigación. De esta manera, quedaría exenta de tal sanción.

### 1.2. Reorganización societaria para aglutinar todo el negocio de gestión portuaria de Estrella del Mar en su filial Estrella Gestión.



### **1.2.1 Alternativas de reorganización societaria**

Con relación a la propuesta de reorganización societaria para aglutinar toda la actividad objeto de adquisición en la Target, se puede proceder de varias formas, que procedemos a explicar.

#### **I. Aportaciones no dinerarias**

Estrella del Mar y Estrella Marruecos podrían realizar aportaciones no dinerarias (aportaciones de empresa) a favor de la Target. La ventaja de este procedimiento es que es muy rápido, pues sólo requiere el acuerdo del órgano de administración de las sociedades aportantes (y de la junta general, en su caso, si la rama de actividad constituye un activo esencial a efectos del 160.f LSC), y el acuerdo de la ampliación de capital por parte de la beneficiaria (sin necesidad de informe de experto independiente al ser una SL). En cuanto a fiscalidad, podría acogerse al régimen de neutralidad fiscal del Título VII del Capítulo VII de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (“LIS”). Sin embargo, esta estrategia tiene como desventaja importante que no hay sucesión universal, con lo cual, habría que recabar el consentimiento individual para el traspaso de todos los contratos.

#### **II. Aportaciones de socios de la cuenta 188 del Plan General Contable**

Se trata de una forma muy sencilla y rápida que permite a los socios realizar aportaciones dinerarias o no dinerarias a la sociedad para aumentar su patrimonio neto a través de documentos privados. Este mecanismo no cuenta con una regulación societaria, sino que existe a efectos meramente contables. Según el Plan General de Contabilidad (“PGC”), aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, se trata de patrimonio aportado por los socios a la sociedad sin recibir contraprestación (*i.e.*, aportación a fondo perdido). En el PGC se menciona expresamente, que la aportación puede tener como fin la compensación de pérdidas, aunque no se excluyen otras finalidades. Las ventajas de esta vía son su sencillez procedimental, que no comporta el pago de costes notariales o tasas de registro y que no tiene implicaciones fiscales<sup>14</sup>.

Esta vía podría utilizarla Estrella del Mar para realizar aportaciones a su filial Estrella Gestión, pero no la podría utilizar Estrella Marruecos, ya que no es socio de Estrella Gestión.

---

<sup>14</sup> VIDAL VELA, D., “Una aproximación jurídica a la figura contable «aportaciones de socios o propietarios» de la cuenta 118 del Plan General Contable”, *LA LEY Mercantil* nº 80, 2021, Nº 80, Wolters Kluwer



Además, tampoco podría beneficiarse de las ventajas de la sucesión universal, por lo que habría que negociar el cambio de titularidad de todos los contratos suscritos por Estrella del Mar individualmente. Por último, pensamos que este mecanismo se configuró pensando en fines que no incluyen las reestructuraciones societarias, por eso dudamos de su idoneidad.

### III. Modificaciones estructurales

Esta vía tiene como ventajas el traspaso del patrimonio en bloque de una sociedad a otra mediante la sucesión universal y el acogimiento al régimen de neutralidad fiscal del Título VII del Capítulo VII de la LIS. Además, al ser modificaciones estructurales intragrupo, pueden realizarse a través del procedimiento abreviado, lo que simplifica bastante los trámites.

En primer lugar, pensamos que la mejor manera de proceder es segregar la rama de gestión portuaria de Estrella del Mar en favor de su filial Estrella Gestión. Si se realiza un aumento de capital en Estrella Gestión para recibir ese patrimonio, las participaciones las recibiría la Matriz (art. 61 del Real decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, “LME”); no obstante, al poder acogerse al procedimiento abreviado no sería necesario realizar el aumento de capital.

Por otro lado, la rama de actividad de gestión portuaria propiedad de Estrella Marruecos S.L.U. (“**Estrella Marruecos**”) debe escindirse parcialmente a favor de la Target. Para llevar a cabo esta modificación estructural existen dos opciones, una más sencilla pero con ciertos riesgos a la hora de su inscripción en el Registro Mercantil (“**RM**”) y otras más conservadora pero con menos riesgos:

- a) *Escisión parcial de Estrella Marruecos a favor de Estrella Gestión.* El art. 60 LME establece que serán los socios de la sociedad escindida los que recibirán las participaciones como contraprestación por el patrimonio recibido. En este caso, sería Estrella Mercancías S.L.U. (**Estrella Mercancías**) quien recibiría las participaciones. Llegados a este punto, habría varias posibilidades de articular la operación:

- 1) Enajenar la Target con dos vendedores: Estrella del Mar y Estrella Mercancías. Esta fórmula es muy poco práctica (puede conllevar responsabilidad compartida, litisconsorcio pasivo necesario en algunos casos, aprobación por parte de la junta general de Estrella Mercancías en caso de que se enajene un activo esencial, etc) y dudamos que el Vendedor la acepte.

- 2) Subir las participaciones que recibe Estrella Mercancías a la Matriz (por ejemplo, como dividendos en especie).
- 3) El art. 66 LME establece que, cuando no se atribuyen participaciones de la sociedad beneficiaria a los socios de la sociedad escindida por no realizar la primera un aumento de capital (y en este caso no sería necesario un aumento de capital al tratarse de una escisión intragrupo) será necesario el consentimiento individual de los afectados. Además se debe compensar patrimonialmente a Estrella Mercancías, pues el art. 56.2 LME establece que las sociedades no intervinientes que se vean afectadas por la disminución patrimonial de la sociedad escindida debido a su participación en ella deberán ser compensadas por el valor razonable de esa participación. Recomendamos seguir esta vía.

b) *Doble escisión parcial simultánea*<sup>15</sup>, en la que Estrella Marruecos se escinde parcialmente a favor de Estrella Mercancías y, simultáneamente, Estrella Mercancías se escinde parcialmente a favor de Estrella Gestión, recibiendo su socio único Estrella del Mar las participaciones correspondientes como contraprestación.

En ambos casos ha de justificarse que la rama de actividad objeto de segregación y escisión parcial constituye una **unidad económica**. Este concepto no lo describe la legislación, por lo que hay que acudir a la jurisprudencia. La Audiencia Provincial de Burgos, en su sentencia de 3 de marzo de 2004, define la unidad económica como “un conjunto organizado de elementos patrimoniales aptos para funcionar autónomamente y capaces de producir bienes o servicios con utilidad o aprovechamiento económico”. Atendiendo a esta definición, resulta fácil justificar que la actividad de gestión portuaria de Estrella del Mar y de Estrella Marruecos constituye una unidad económica, pues en ambos casos esa rama de negocio cuenta con todos los elementos necesarios (medios, humanos, maquinaria, concesiones...) para funcionar de forma autónoma y producir el servicio consistente en la gestión de un determinado puerto.

### **1.2.2 Descripción general de la reorganización societaria**

La reorganización de la rama de actividad de gestión portuaria consistirá en:

---

<sup>15</sup> La explicación de este procedimiento se recoge en VARO REINA, A, “La doble escisión parcial de rama de actividad”, *LegalToday*, 2013

- I. La segregación, a favor de la Target, consistente en la transmisión a la Target en bloque y por sucesión universal de la rama de actividad de gestión portuaria de Estrella del Mar, junto con los derechos, obligaciones y relaciones jurídicas afectos a dicha actividad (la “**Segregación**”), lo que incluye, a título enunciativo y no limitativo, la concesión del Puerto de Bilbao, el personal de tierra especializado que presta labores de estiba, el contrato de arrendamiento con Barcos Anton S.L. (“**Barcos**”) y parte del equipo de dirección.
- a) **Trabajadores.** Se atiende a lo dispuesto en el art. 44.1 del Estatuto de los Trabajadores (“**ET**”) sobre sucesión de empresas: “El cambio de titularidad de una empresa, de un centro de trabajo o de una unidad productiva autónoma no extinguirá por sí mismo la relación laboral, quedando el nuevo empresario subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior”. Se deben tener en cuenta las obligaciones de información y consulta recogidas en el art. 44 ET.
  - b) **Contrato.** Se transmite por sucesión universal. Se debe revisar si el contrato con Barcos incluye cláusulas que prohíban o limiten la cesión. En todo caso habrá que notificar a Barcos.
  - c) **Directivos.** Algunos directivos prestan servicios para la rama de gestión de puertos y la rama de transporte de mercancías simultáneamente. Sólomente se incluirán en la unidad económica que se segrega a los que se dediquen en exclusiva a la gestión portuaria. En este caso, también se atiende a las reglas de la sucesión de empresas. No obstante, se deben de tener presentes ciertas consideraciones que se explicarán más adelante.
- II. La escisión parcial, a favor de la Target, consistente en la transmisión a la Target en bloque y por sucesión universal de la rama de actividad de gestión portuaria de Estrella Marruecos, junto con los derechos, obligaciones y relaciones jurídicas afectos a dicha actividad (la “**Escisión**”), lo que incluye, a título enunciativo y no limitativo, la concesión del Puerto de Casablanca y los medios materiales y humanos adscritos a la prestación de servicios en dicha plaza.

### 1.2.3 Calendario previsto

El art. 63 LME remite para la escisión, *mutatis mutandis*, a las normas relativas a la fusión contenidas en el Real decreto-ley 5/2023. Con lo cual, debemos atender a lo dispuesto en el

art. 56 LME sobre supuestos asimilados a la absorción de sociedades íntegramente participadas, que remite a su vez al art. 53 LME sobre la absorción de una sociedad íntegramente participadas cuando

(i) la fusión afecte a sociedades íntegramente participadas de forma directa o indirecta por el mismo socio (en este caso, la Target y Estrella Marruecos están íntegramente participadas por el mismo socio, *i.e.*, Estrella del Mar); y cuando

(ii) la sociedad absorbida fuera titular de forma directa o indirecta de todas las acciones o participaciones de la sociedad absorbente (en este caso, la sociedad segregada Estrella del Mar es titular de forma directa de todas las participaciones de la sociedad beneficiaria que es la Target).

Realizaremos la segregación y la escisión parcial de forma simultánea. El calendario estimado para ambas operaciones es el siguiente:

Fecha	Actuación
D-60	Obtención de <i>waivers</i> o envío de notificaciones a entidades financieras u otras contrapartes que tengan derechos al vencimiento anticipado o a la resolución de sus contratos, en su caso.
	Solicitud y obtención de las certificaciones que acrediten estar al corriente en el cumplimiento de las obligaciones frente a la Agencia Española de la Administración Tributaria (AEAT) y la Tesorería General de la Seguridad Social (TGSS). Esta exigencia es una novedad de la nueva LME, y en el caso de las escisiones se recoge en el art. 64.
D-31	El consejo de administración de Estrella del Mar/Estrella Marruecos debe adoptar los siguientes acuerdos: <ul style="list-style-type: none"> <li>- convocatoria de la junta general extraordinaria que aprobará la operación</li> <li>- Proyecto Común de Segregación /Escisión parcial (el “<b>Proyecto</b>”)</li> <li>- Balance de Segregación/Escisión parcial (sirve el balance aprobado en los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de segregación pero, en su defecto, habrá de formularse un balance <i>ad hoc</i>)</li> </ul>
	Anuncio de convocatoria de la junta general y publicación de documentación pertinente.
	Incluir en la página web de Estrella del Mar/Estrella Marruecos y puesta a disposición de los accionistas y acreedores en el domicilio social de las sociedades la siguiente documentación: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Proyecto de Segregación/Escisión parcial</li> <li>- balance de Segregación/Escisión parcial</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>- anuncio de Segregación/Escisión parcial</li> <li>- cuentas anuales e informe de gestión de los tres últimos ejercicios</li> </ul>
	Depósito del Proyecto de Segregación/Escisión parcial en el RM
	Presentación en el RM de la certificación de inserción de documentos en la web de las sociedades para que se publique el correspondiente anuncio en el BORME.
D-30	Informe de los administradores para los trabajadores (el RM entiende que es preceptivo a pesar de la dispensa del art. 53 LME).
D-24	Publicación en el BORME del hecho de la inserción del Proyecto en la página web de las sociedades y del depósito del Proyecto.
D-1	Fin del plazo para que los acreedores soliciten al RM el nombramiento de un experto independiente (tienen el plazo de un mes desde la publicación del Proyecto).
D	<p>Acuerdos a adoptar por la junta general de las sociedades para aprobar las modificaciones estructurales:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- aprobación del Proyecto</li> <li>- aprobación del balance</li> </ul> <p>El artículo 53 LME permite sacar adelante la operación sin necesidad de la aprobación de la junta general de la sociedad segregada/escindida; no obstante, nosotros seremos conservadores y celebraremos la junta.</p>
D+1	Publicación del acuerdo en el BORME y en la página web de la sociedad o, en su defecto, en uno de los diarios de mayor difusión en las provincias en las que la sociedad tenga su domicilio.
D+2	Otorgamiento de escritura pública de Segregación/Escisión parcial.
D+3	Presentación del modelo 600 para la liquidación del ITP-AJD correspondiente (no sujeto a tributación).
D+4	Presentación en el RM de la copia autorizada de la escritura pública de Segregación/Escisión parcial para su inscripción.
15 días hábiles desde el otorgamiento de la escritura	Inscripción en el RM de la Segregación/Escisión parcial.
Máximo 3 meses desde la inscripción	Comunicación de la operación a las autoridades fiscales en relación con la aplicación del régimen de neutralidad fiscal.

#### 1.2.4 Coberturas del contrato

### I. **Manifestaciones y garantías (R&W)**

Con relación a posibles contingencias relativas a la reestructuración societaria y posterior venta de la Target, el Vendedor debe declarar que, a fecha de cierre, Estrella Gestión

- aglutinará todo el negocio de gestión portuaria que actualmente se encuentra repartido en varias empresas del grupo y, en particular, será titular de las concesiones del Puerto de Bilbao, Puerto de Ferrol, Puerto de Casablanca y Puerto de Santander (el incumplimiento de esta declaración tendrá la consideración de *material breach* y permitirá al Comprador rescindir el contrato);
- está al día en sus obligaciones laborales;
- está al día en las cotizaciones a la Seguridad Social de sus trabajadores;
- está al corriente de sus obligaciones fiscales; y que
- no está inmersa en ningún procedimiento judicial a excepción de lo declarado en el *disclosure schedule*.

Lo normal es establecer **límites temporales** para el pago de las indemnizaciones en caso de que se incumplan las *R&W*. Lo normal es pactar entre seis meses y dos años, aunque el límite para las contingencias fiscales y laborales suele ser de unos cinco años, según lo que tarden en prescribir. También es habitual pactar **límites cuantitativos** (*basket, de minimis...*) a partir de los cuáles el Vendedor debe indemnizar.

### II. **Condiciones suspensivas**

Autorización de la Autoridad Portuaria correspondiente para ceder el Puerto de Bilbao y el Puerto de Casablanca a Estrella Gestión. También autorización para vender todas las concesiones de Estrella Gestión a Atlas.

### III. **Disclosure schedule**

Existencia de un procedimiento judicial en reclamación de 36.000 euros contra Estrella del Mar.

#### **1.2.5 Cautelas a tener en cuenta**

##### I. **Control de concentraciones**

Dos posibilidades (porque el anunciado no lo especifica):

- a) *Atlas Capital no es un fondo de capital riesgo*. En este caso, la adquisición de la Target por parte del Fondo es una concentración económica a los efectos del art. 7.1.b

LDC. Dado que el Fondo es propietario de Andalusia Harbors, sociedad que también se dedica a la operación de instalaciones portuarias, hay que atender a los umbrales establecidos en el art. 8 LDC y, si se rebasan, deberá notificarse la operación a la CNMC (o Comisión Europea) y suspender la operación hasta que se reciba la autorización del organismo. Lo normal en estos casos es esperar hasta tener la autorización de la CNMC para proceder a la reestructuración societaria, lo que dilatará la operación. Además, debe tenerse en cuenta que la autorización puede ir supeditada al cumplimiento de determinadas condiciones.

- b) *Atlas Capital es un fondo de capital riesgo que planea desinvertir en pocos años.* El art. 7.3.b LDC establece que no tendrá la consideración de concentración económica "la tenencia con carácter temporal de participaciones que hayan adquirido en una empresa para su reventa". En este caso, aunque haya que notificar a la CNMC, la previsión es que autorice la operación, con lo cual, se podría ir reestructurando el grupo sin esperar a la comunicación de la autorización.

## II. **Régimen de inversiones extranjeras**

Sólo para el caso de que el fondo sea extranjero, habría que tener presente el régimen de inversiones extranjeras recogido en el Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre inversiones exteriores. Esta norma suspende el régimen de liberalización de las inversiones y exige autorización previa cuando la adquisición afecte a infraestructuras estratégicas. Dado que los puertos son considerados infraestructuras críticas, si el Comprador es extranjero tendría que preceptivamente solicitar esta autorización al Gobierno de España.

## III. **Posible dimisión de los directivos y pago de indemnizaciones**

Se debe de tener en cuenta que, en virtud del art. 10.3.d del Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección, los directivos pueden extinguir el contrato dentro de los tres meses siguientes a una sucesión de empresa cuando se produzca un cambio en los órganos rectores. Esto es así porque esta relación laboral especial se basa en la confianza mutua. En este caso, Estrella del Mar se va a segregar a favor de la Target y, a continuación, el Fondo planea fusionar la Target con Andalusia Harbours. Por este motivo, se debe de tener presente que los directivos pueden ejercitar su derecho a rescindir el contrato con derecho a percibir las indemnizaciones pactadas.

Este escenario debe de quedar correctamente reflejado en el contrato de compraventa, previa negociación sobre quién pagará las indemnizaciones en caso de que los directivos decidan rescindir el contrato. Lo ideal sería alcanzar un acuerdo entre las partes involucradas: directivos, Estrella del Mar, Estrella Gestión y el Fondo.

### 1.3. Alcance y consecuencias del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros

Durante el ejercicio de *due diligence* el Comprador conoció de la existencia de un procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros S.A. (“**Generali**”) reclamando una indemnización por daños. La cuantía del litigio asciende a 36.000 euros por los daños ocasionados por una grúa propiedad de Estrella del Mar a otra máquina propiedad de su asegurado. En el enunciado no se especifica contra quién se inició el procedimiento, pero entendemos que es contra la Matriz, ya que era la propietaria de la grúa en el momento de la comisión de los hechos. Además, en principio, Estrella Gestión carecería de legitimación pasiva en el momento de interposición de la demanda.

En cuanto a los profesionales que intervienen y sus honorarios, son necesarios, como mínimo:

- a) **Abogado.** El art. 31 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil (“**LEC**”) establece la preceptividad de acudir con abogado salvo supuestos tasados. En este caso estamos ante un procedimiento ordinario de más de 15.000 euros (art. 249 LEC), por lo que sí es preceptiva la intervención de abogado.

Los abogados tienen libertad para fijar sus honorarios, por lo que el coste de la defensa letrada puede variar enormemente dependiendo del despacho. Aunque está prohibido establecer reglas específicas y pormenorizadas sobre el precio de sus servicios (STS de 19 y 23 de diciembre de 2022), el art. 29 del Estatuto General de la Abogacía permite a los colegios de abogados fijar criterios orientativos a los meros efectos de tasación de costas y jura de cuentas. En el caso que nos ocupa, el demandado tiene su domicilio en Bilbao, por lo que habrá que acudir a los criterios del Colegio de Abogados de Vizcaya (art. 51 LEC).

ESCALA		POR TRAMOS	ACUMULADA
Los primeros	4.000,00 € al 25,00%	1.000,00	1.000,00
Exceso hasta	18.000,00 € al 18,00%	2.520,00	3.520,00
Exceso hasta	30.000,00 € al 16,00%	1.920,00	5.440,00
Exceso hasta	45.000,00 € al 14,00%	2.100,00	7.540,00



La cantidad reclamada es 36.000 euros, lo cual supone un exceso respecto a 30.000 euros de 6.000 euros. Se aplica el 16% sobre esa cantidad, que da como resultado 960 euros. Esa cantidad se suma al acumulado 5.440 euros y los honorarios quedan en 6.400 euros. A esto habría que sumarle el 21% de IVA, lo que da un total de **7.744 euros**.

- b) **Procurador**. El art. 23 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil (“**LEC**”) establece la preceptividad de ser representado por procurador salvo supuestos tasados y, en este caso, también es preceptiva su intervención.

El Real Decreto 434/2024, de 30 de abril, por el que se aprueba el arancel de derechos de los profesionales de la Procura, establece que para un pleito de 36.000 euros los aranceles serán como máximo de **714 euros**.

- c) **Perito**. Dado que la demanda versa sobre los daños producidos en una máquina y la otra parte habrá aportado un dictamen pericial, la parte demandada también debería aportar su propio dictamen pericial para asegurarse de que la valoración de daños es la adecuada. No obstante, quizá esto ya no sea posible. Por ejemplo, porque en el momento de interponer la demanda la máquina ya haya sido reparada.

Tampoco se especifica en qué fase se encuentra el proceso, por lo que vamos a analizar los dos escenarios posibles para el caso de que se dicte una sentencia condenatoria:

#### I. **Antes de la firma**

Si la deuda se materializa antes de la firma y Estrella del Mar paga la indemnización con fondos que pertenezcan a la rama de actividad de gestión portuaria y, por tanto, reduzcan el patrimonio que se traspasará a Estrella Gestión mediante la segregación de este negocio a su favor, a la hora de calcular el valor de la Target se tendrá en cuenta este pasivo.

#### II. **Después de la firma**

La contingencia ya está identificada y se declarará en el contrato de CV a través de un *disclosure schedule*. Se incluirá una *specific indemnity* mediante la cual Estrella del Mar dejará indemne al Comprador por todos los perjuicios que una sentencia condenatoria pudiera causarle. Se puede pactar una cláusula de ajuste de precio para el caso de que la deuda se materialice antes del cierre y Estrella del Mar la pague con el patrimonio que traspasará a la Target. También se puede pactar que sea Estrella del Mar quien asuma el pago de la deuda con su propio patrimonio, es decir, aquel que no se traspasará a la Target.

#### 1.4. Asesoramiento sobre la inclusión de un pacto de no competencia en el contrato.

El pacto de no competencia postcontractual es un acuerdo muy común en los contratos de CV, pues el comprador paga un precio que incluye no sólo el valor patrimonial de la target, sino también el fondo de comercio; esto es, una serie de elementos intangibles con capacidad para generar beneficios, como son el valor de la marca, la cartera de clientes, el *know-how*, etc.<sup>16</sup> Si el vendedor decidiese hacerle la competencia al comprador sin darle tiempo para asentarse en el nuevo mercado, todo ese intangible que compró perdería su valor. Además, el art. 1.258 del Código Civil (CC) establece que los contratos deben de cumplirse no sólo respecto de lo expresamente pactado, sino en todas las consecuencias que exija la buena fe; por este motivo, el vendedor debería abstenerse de competir durante un plazo razonable incluso si no se ha pactado en el contrato.

No existe en nuestro ordenamiento jurídico una regulación expresa acerca del pacto de no competencia mercantil; no obstante, por analogía, la CNMC, que es el organismo nacional encargado de aprobar la concentración económica y el pacto de no competencia, entiende que deben aplicarse las reglas de la no competencia laboral y no suele aceptar un pacto que dure más de dos años, ya que de otro modo se restringiría demasiado la competencia. Además, debe de justificarse que existe un efectivo interés industrial o comercial y debe ofrecerse una compensación adecuada (art. 21.2 ET).

También hay que tener en cuenta la Comunicación de la Comisión sobre las restricciones de la competencia en el marco de una concentración:

“A la hora de determinar si una restricción es necesaria o no, no sólo conviene tener en cuenta su naturaleza, sino que también **hay que asegurarse de que su duración, contenido y ámbito geográfico de aplicación no exceden de lo que requiere razonablemente la realización de la concentración**. Cuando existan alternativas de eficacia idéntica para lograr el objetivo legítimo apetecido, las empresas deberán escoger la que, desde un punto de vista objetivo, restrinja menos la competencia”<sup>17</sup>

No obstante lo anterior, es posible ampliar el plazo de dos años cuando exista **justa causa** para proteger el objeto del contrato de CV. Esto también está aceptado a nivel comunitario, por ejemplo, cuando Volvo compró una parte del negocio de Renault, establecieron una cláusula de no competencia de cinco años y fue aceptada por la Comisión:

<sup>16</sup> PARIENTE, R., REIG, P., “¿Qué es el fondo de comercio?”, BBVA, 2017, (consultado 24/11/2024): <https://www.bbva.com/es/salud-financiera/que-es-el-fondo-de-comercio/>

<sup>17</sup> Comunicación de la Comisión sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin, (2005/C 56/03)

“Finally, the parties have agreed certain non-compete provisions, whereby Renault undertakes **for a period of five years** from completion not to compete with the divested business”<sup>18</sup>

En el presente caso, el Comprador pretende solicitar un pacto de no competencia de cinco años para toda la región del Mediterráneo. A nuestro parecer, un pacto de tal magnitud es inadecuado por varias razones que procedemos a exponer:

- 1) **Ámbito geográfico.** El Vendedor no opera ningún puerto en la región del Mediterráneo, con lo cual, no es legítimo que el Comprador quiera incluir en el contrato una cláusula de no competencia que abarque toda esa región. Las cláusulas de no competencia se circunscriben al área geográfica en la que el afectado prestaba esos servicios.
- 2) **Duración.** Incluir una cláusula con una duración de cinco años es excesivo, ya que lo normalmente aceptado son dos, y sólomente se acepta un periodo de tiempo más amplio cuando esté totalmente justificado. En este caso, el Vendedor pretende deshacerse de todo su negocio de gestión de puertos al completo porque busca centrarse en su otra rama de actividad, por lo que parece improbable que vaya a hacerle la competencia.
- 3) **Contraprestación.** La cláusula de no competencia lleva aparejada una compensación económica que se calcula en función de las limitaciones que impone al obligado a no competir. Una cláusula con las características que solicita el Comprador tendría una contraprestación muy elevada, por lo que no la recomendamos.
- 4) **Características singulares del servicio prestado.** El servicio que presta el Vendedor tiene unas características muy concretas, pues se encarga de la gestión portuaria. Para ello necesita ser titular de concesiones públicas, de las cuales sólo se concede una por cada puerto durante un número de años determinado. Con lo cual, es difícil competir contra alguien que ya es titular de las referidas concesiones. En este contexto, habría que leerse los contratos y averiguar la duración de las concesiones de los cuatro puertos (Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca), ya que si tienen muchos años por delante, quizá no tiene sentido incluir una cláusula de no competencia en estos puertos. Por el contrario, si están a punto de terminar, quizá sí sería interesante incluir

---

<sup>18</sup> Notification of 24 July 2000 pursuant to article 4 of Council Regulation No 4064/89, Commission of the European Communities

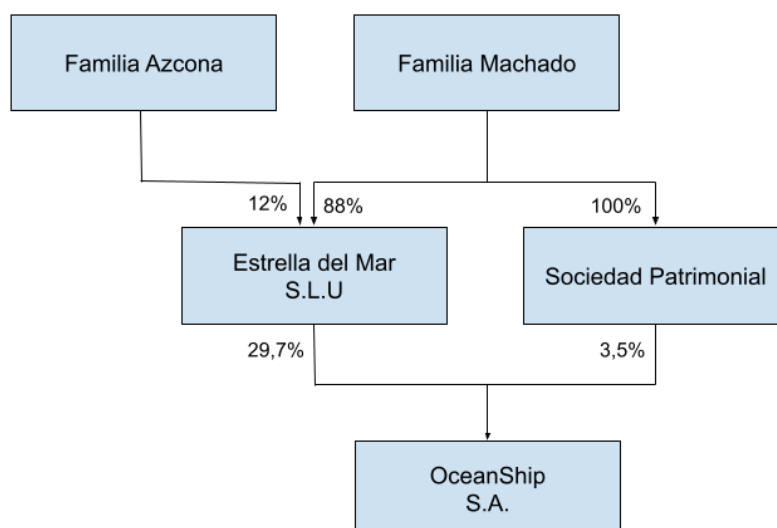
una cláusula en la que Estrella del Mar se comprometa a no concurrir a las licitaciones.

Por todo lo expuesto, pensamos que existe un riesgo muy elevado de que la CNMC no autorice una cláusula de cinco años de duración para toda la región del Mediterráneo, ya que obstaculizaría demasiado la competencia sin una causa justificada. A nuestro entender, es más adecuado negociar una cláusula de dos años y que quede circunscrita a un área más reducida.

## **PARTE 2. OPERACIÓN PARA LA TOMA DE OCEANSHIP S.A.**

### **2.1. Compra de una participación minoritaria de OceanShip S.A. sin lanzar oferta pública de adquisición.**

Estrella del Mar se plantea la compra de una participación del 29,7% de la empresa cotizada OceanShip S.A. (“**OceanShip**”). La operación es promovida por el accionista de control (la familia Machado, con un 88% del capital), que a su vez es titular indirecto del 3,5% del capital de OceanShip a través de una sociedad patrimonial (“**Sociedad Patrimonial**”). Nos preguntan si es posible articular la operación de compraventa sin que surja la obligación de lanzar una oferta pública de adquisición (“**OPA**”) obligatoria.



### 2.1.1. ¿Surge la obligación de lanzar OPA?

Antes de comenzar a analizar si surge la obligación de lanzar OPA es importante aclarar que, aunque sea Estrella del Mar quien adquiera las participaciones en OceanShip, realmente sería la familia Machado quien ejercitaría los derechos de voto indirectamente en la sociedad cotizada. Esto es así porque la familia Machado controla Estrella del Mar al poseer el 88% de su capital social. Es decir, Estrella del Mar sería una “sociedad intermedia” que usaría la familia Machado para controlar OceanShip.

El RD de Opas establece que cuando se adquiere el control de una sociedad intermedia y a través de ella se obtiene una participación de control en una cotizada, hay que lanzar OPA. Lo que se entiende por “control de una sociedad intermedia” depende de si esta es o no cotizada. En nuestro caso, Estrella del Mar no es cotizada, por lo que habría que atender a la definición de control que hace el art. 42 C.Com. La doctrina lo explica así:

“Desde otro punto de vista, se entendía que había de diferenciarse según la sociedad intermedia objeto de la toma de control fuera o no una sociedad cotizada, de modo que, en el primer caso, dicha toma de control existiría por la mera adquisición de una participación significativa, mientras que, en el segundo caso, **la toma de control quedaba sujeta a la concurrencia o no de alguno de los supuestos previstos en el artículo 42 C. Com.**”<sup>19</sup>

En el caso que nos ocupa, la familia Machado no adquiere la sociedad intermedia (Estrella del Mar), sino que ya la controla, pero creímos necesario explicar el mecanismo de las sociedades intermedias a los efectos de la OPA. Pasamos ahora a analizar si la familia Machado tendría que lanzar OPA obligatoria sobre todo el capital social de OceanShip al adquirir el 27,9% de su capital social a través de Estrella del Mar.

El artículo 3.1 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (“**RD de Opas**”), impone la obligación de lanzar una OPA por la totalidad de las acciones de una compañía a un precio equitativo **a quien alcance el control de una sociedad cotizada**. En el artículo 4.1 se explica que se entenderá que se ha adquirido una participación de control cuando (i) se “alcance, **directa o indirectamente**, un porcentaje de derechos de voto **igual o superior al 30%**”; o bien, (ii) se alcance un porcentaje inferior pero se “designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, en los términos del artículo 6, un número de consejeros que, unidos,

---

<sup>19</sup> DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “La OPA por toma indirecta o sobrevenida”, *Revista Derecho de Sociedades*, nº 33, 2009, (última consulta 14/12/2024): <https://cms.law/es/content/download/81052>

en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad”.

Las reglas relativas al cómputo de los derechos de voto se recogen en el art. 5.1 del RD de Opas, que establece que se atribuyen a una misma persona los porcentajes de voto que correspondan a las siguientes personas o entidades: los que pertenezcan al mismo grupo, tal y como se define en el artículo 42 del Código de Comercio (C. Com), así como los de los miembros de sus órganos de administración, salvo prueba en contrario (5.1.a), o los de las demás personas que actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con ella (5.1.b) .

En el caso planteado, y en atención a las reglas del art. 5.1.a del RD de Opas, al 29,7% que la familia Machado pretende adquirir en OceanShip a través de Estrella del Mar habría que sumarle el 3,5% que posee a través de la Sociedad Patrimonial. Esto es así porque se entiende que la familia Machado actúa como un grupo. El Tribunal Supremo, en su sentencia de 11 de julio de 2018, entendió que puede haber grupo a los efectos del art. 42 C. Com cuando el control es ejercido por una persona física<sup>20</sup>. También el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de España entendió lo mismo cuando el control es ejercido por varios socios pertenecientes a la misma familia:

“Ante una consulta sobre si determinadas sociedades participadas mayoritariamente por personas físicas vinculadas por una relación de parentesco constituyen un grupo de sociedades de los previstos en el artículo 42 del Código de Comercio, contesta: **“la posibilidad de “actuación conjunta” es más que evidente dado el reducido número de socios que conforman el accionariado y la ausencia de intereses contrapuestos que cabe inferir del vínculo de parentesco que los entrelaza”**<sup>21</sup>

No obstante, falta información para saber quién es el sujeto obligado a lanzar la OPA. El enunciado simplemente manifiesta que la familia Machado posee un 88% del capital social de Estrella del Mar, pero no concreta quiénes ni cuántos son los integrantes de la familia, si son personas físicas o jurídicas, qué porcentaje ostenta cada uno en Estrella del Mar o si existen pactos parasociales, acuerdos o protocolo familiar. También podría darse el caso de que la familia ejerza el control sobre Estrella del Mar a través de una sociedad *holding*. Sobre este particular, el art. 3.3 del RD de Opas establece que, en los casos del art. 5, estará obligado a formular la oferta quien posea, directa o indirectamente, mayor porcentaje de derechos de votos y, si los porcentajes de dos o más accionistas coinciden, deberán lanzar la oferta

---

<sup>20</sup> MARTINIVA, A., “Grupos de sociedades controlados por personas físicas: ser o no ser”, CMS <https://cms.law/es/esp/publication/grupos-de-sociedades-controlados-por-personas-fisicas-ser-o-no-ser> (consultado 07/12/2024)

<sup>21</sup> Expediente C-0593/14 Laboratorios Reig/Natraceutical, CNMC

conjuntamente. Parte de la doctrina considera que este artículo caprichoso y sostiene que puede dar lugar a chantajes. Por ejemplo, imaginemos que uno de los partícipes en el concierto tenga una participación minoritaria y amenace con adquirir más acciones de manera que se supera el umbral del 30%, pero el obligado a lanzar la OPA es su compañero de concierto al poseer más capital social que el que compra y hace saltar la obligación<sup>22</sup>. Varios autores defienden que la obligación de lanzar la OPA debería de ser conjunta en todo caso si el control se ejerce conjuntamente:

“Es posible que el criterio se base en la forma en que las partes desarrollan el ejercicio del control en el seno de la relación concertada, sobre la base de la atribución del voto, de forma que **si el control es individual, sólo uno será el oferente, y si es conjunto, todos los miembros de la relación lo serán**”.<sup>23</sup>

Adicionalmente, a la hora de dilucidar si salta la obligación de lanzar OPA hay que tener en cuenta una serie de cuestiones:

### I. Acciones sin voto de la Sociedad Patrimonial

Existen varios tipos de sociedades patrimoniales. La de la familia Machado parece ser una sociedad patrimonial para la tenencia de valores, cuyo fin es la gestión de carteras de valores con el objetivo de maximizar la inversión. Este tipo de sociedades dejará de ser patrimonial si utiliza los valores para la gestión de las sociedades que participa<sup>24</sup>; por este motivo, no sería raro que el 3,5% de las acciones que posee la familia Machado en OceanShip a través de su Sociedad Patrimonial sean sin voto. En ese caso, no se sumarían al 29,7% que planea adquirir a través de Estrella del Mar y no saltaría la obligación de lanzar OPA.

### II. Autocartera de OceanShip

El porcentaje de derechos de voto adquiridos a efectos de saber si se supera el umbral del 30% se calcula sin tener en cuenta las acciones en autocartera. Nada se menciona a este respecto en el enunciado, por lo que entendemos que OceanShip no tiene acciones en autocartera pero, si las tuviese, habría que recalcular el porcentaje de capital social que puede comprar Estrella del Mar para que no se active la obligación de lanzar OPA.

### III. Pacto de socios en Estrella del Mar

---

<sup>22</sup> PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J., REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Ofertas públicas de adquisición de valores (I)”, *Manual de Fusiones y Adquisiciones*, Wolters Kluwer, 2021, 3ª ed., p. 573

<sup>23</sup> MUÑOZ PÉREZ, A.F., “El concierto como presupuesto de la OPA obligatoria”, *Revista de Derecho de Mercado de Valores*, 2007, Wolters Kluwer, pp. 314-315

<sup>24</sup> ESCALAS SIERRA, P., “Sociedad Patrimonial: ventajas e inconvenientes”, <https://sierraabogados.es/blog/sociedad-patrimonial/> (consultado el 07/12/2024)

Aunque sería sumamente raro, podría ocurrir que existiese algún tipo de pacto entre la familia Azcona y la familia Machado que impidiese que esta última, a pesar de ostentar el 88% del capital social, controlase la compañía. De ser así, no se agregaría el 3,5% y no saltaría la obligación de lanzar OPA.

#### IV. **Dispensa del artículo 4.2 RD de Opas**

No sabemos cuál es la composición del accionariado de OceanShip, pero para el caso de que hubiese un accionista con una participación mayor de la que tendría la familia Machado, incluso si supera el umbral del 30%, esta podría solicitar a la CNMV la dispensa de lanzar OPA en virtud del art. 4.2 RD de Opas. La dispensa queda condicionada a que el otro accionista no rebaje su participación por debajo de la del accionista dispensado y a que este no designe a más de la mitad de los miembros del consejo de administración.

##### 2.1.2. **¿Cómo articular la operación?**

#### I. **Comprar menos acciones de OceanShip**

Para soslayar la obligación de lanzar OPA obligatoria se podría adquirir un porcentaje menor de acciones de OceanShip por parte de Estrella del Mar. Por ejemplo, un 26,2%; de este modo, sumando el 3,5% de la Sociedad Patrimonial, la familia Machado ostentaría indirectamente tan solo el 29,7% del capital social de OceanShip, que es lo que inicialmente pretendía comprar. No obstante, **el límite de lo que podría comprar para que no surja la obligación de lanzar OPA es un 26,49%**. De esta manera,  $26,49\% + 3,5\% = 29,99\%$ , es decir, no se alcanza el umbral del 30%.

La sociedad planea recomprar el 1% de acciones actualmente en circulación. Si las amortiza se reduciría el capital social de la compañía y, por tanto, el porcentaje de capital social que posee cada accionista aumentaría. Esto también se debe de tener en cuenta a la hora de articular la operación. O bien se puede comprar un porcentaje todavía menor de acciones, o bien el accionista que alcance o sobrepase el umbral del 30% tras la amortización se puede acoger al artículo 7.2 del RD de Opas. Este precepto indica que no surge la obligación de lanzar OPA tras la reducción de capital de una cotizada si algún accionista alcanza o supera el umbral del 30%, siempre y cuando no ejercite los derechos políticos que excedan ese porcentaje y, dentro del plazo de tres meses, enajene las acciones necesarias para reducir el exceso de derechos de voto.

#### II. **Vender las acciones que posee la Sociedad Patrimonial**



Otra manera de evitar el lanzamiento de la OPA sería vender previamente la acciones que la Sociedad Patrimonial de la familia Machado tiene en OceanShip, o posteriormente en menos de tres meses.

### III. OPA parcial

Por último, simplemente señalar que si no existe un accionista de control al que comprarle sus acciones, lo más eficiente para la familia Machado es lanzar una OPA parcial voluntaria sobre el porcentaje de capital social que se planea adquirir. Jesús Alfaro explica que de esta forma el adquirente puede hacerse con el control de una sociedad cotizada de una forma más barata, ya que si el potencial adquirente empieza a hacer pequeñas compras en el mercado, el mercado percibirá que alguien está interesado en la empresa y la cotización se elevará.<sup>25</sup>

## 2.2. Fusión por absorción entre Estrella del Mar y OceanShip.

### 2.2.1. Articular la operación sin que la familia Machado tenga que lanzar OPA obligatoria y los requisitos que deben cumplirse.

Los Consejos de Estrella del Mar y OceanShip están valorando una fusión mediante la cual la segunda absorba a la primera. Si la operación sale adelante, la familia Machado pasaría a controlar aproximadamente un 57% de la sociedad resultante. Este porcentaje es fruto de la **ecuación de canje**, que es el número de acciones o participaciones de la sociedad resultante de la fusión que reciben los socios de las sociedades que se fusionan, y se calcula en proporción al número de acciones o participaciones que ostentaban en las sociedades fusionadas.

El antiguo Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, no regulaba el supuesto que estamos analizando: la adquisición de una participación significativa por uno o varios accionistas de las sociedades que se fusionan, como consecuencia de la propia fusión; no obstante, la doctrina y la CNMV consideraban unánimemente que estos supuestos quedaban excluidos de la obligación de lanzar OPA<sup>26</sup>. El nuevo RD de Opas sí regula este supuesto y obliga a lanzar OPA obligatoria sobre la totalidad de las acciones de la sociedad resultante de la fusión cuando algún accionista alcance o supere el 30% del capital social.

<sup>25</sup> ALFARO, J., “Sobre la regulación estatutaria de la OPA obligatoria”, *Almacén de Derecho*, 2018

<sup>26</sup> CÁRDENAS SMITH, C., “Supuestos excluidos de la obligación de formular opa por adquisición de control”, *Publicaciones Uría Menéndez*, pp. 28-29

En el caso que nos ocupa, la familia Machado estaría obligada a lanzar una OPA sobre la totalidad de las acciones de OceanShip, pues superaría el umbral del 30% tras la fusión. No obstante, el RD de Opas permite al socio que se encuentra en esta situación solicitar a la CNMV la dispensa de la obligación de lanzar OPA a través de su **art. 8.g)** siempre que cumplan dos requisitos:

- (i) no hubiese votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada; y
- (ii) pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial.

En todo caso, será la CNMV la que decida en un plazo no superior a quince días desde la presentación de solicitud del accionista si se cumplen los dos requisitos exigidos y autoriza el no lanzamiento de la OPA.

En vista de lo anterior, vamos a analizar los pasos que tendría que seguir la familia Machado para no lanzar la OPA. Para obtener la dispensa, la familia Machado deberá dirigir una comunicación a la CNMV argumentando que cumple con los dos requisitos exigidos por el art. 8.g:

(i) *Que no ha votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada.* Se entiende que la sociedad afectada es la sociedad absorbente<sup>27</sup>; con lo cual, la familia Machado no debe votar a favor de la fusión en la junta general de OceanShip en la que se decida sobre esta operación.

Lo cierto es que cumplir este requisito, en la práctica, puede acarrear dificultades, ya que normalmente estas operaciones son promovidas por los accionistas significativos de las sociedades fusionadas. Con lo cual, teniendo en cuenta las mayorías requeridas por el art. 201.2 LSC para la aprobación de las modificaciones estructurales en las SA, el acuerdo necesita para aprobarse mayoría absoluta en primera convocatoria o dos tercios del capital presente o representado en segunda convocatoria.

En este caso, el enunciado no aclara si la fusión se promueve después de la adquisición por parte de Estrella del Mar de una participación significativa en OceanShip o se promueve sin haber comprado finalmente esa participación. No obstante, en ambos casos el acuerdo podría salir adelante:

---

<sup>27</sup> GUTIÉRREZ GILSANZ, J., “La fusión como supuesto excluido de la obligación de formular una OPA”, *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1, 2018

- En el primer escenario, la familia Machado participaría en la junta general de OceanShip a través de su participación en Estrella del Mar y su Sociedad Patrimonial.
  - a) Primera convocatoria. Require un quórum de al menos el 50% del capital social (art. 194 LSC). La familia Machado tendría que abstenerse y el acuerdo podría aprobarse con el voto favorable de los demás accionistas, que supondría más de un 70%.
  - b) Segunda convocatoria. Basta con la concurrencia de un 25% del capital social. En este caso la familia Machado también se abstendría y se podría aprobar el acuerdo de fusión, siempre que la operación tenga el respaldo del resto de accionistas, que previsiblemente acudirán a la junta y votarán a favor.
- En el segundo escenario, en caso de que Estrella del Mar no participe a OceanShip, la familia Machado sigue presente en la junta de accionistas de OceanShip a través de su Sociedad Patrimonial. Debe abstenerse de votar y la fusión se aprobaría holgadamente. Así se entendería cumplido este requisito.

(ii) *Que se justifique que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial.* Para ello se puede acompañar la solicitud de informes de expertos independientes y de dictámenes elaborados por la propia sociedad. Adicionalmente, se pueden asumir compromisos que garanticen que no se ejercerá un control, por ejemplo:

- Que en el consejo de administración haya una mayoría de consejeros independientes durante al menos dos años.
- Aumentar antes de dos años el capital flotante de la sociedad resultante de la fusión para que represente, al menos, el 25% del capital social.
- No aumentar su participación en la entidad resultante durante al menos dos años<sup>28</sup>.

Desde la introducción de este precepto en el año 2007 la CNMV ha evaluado los requisitos para la dispensa de forma restrictiva y fueron pocas las veces que la autorizó<sup>29</sup>. En concreto, únicamente en las siguientes operaciones:

---

<sup>28</sup> Estos tres compromisos fueron asumidos por Laboratorio Reig Jofré, S.A.U. ante la CNMV para solicitar la dispensa de lanzar OPA en virtud del art. 8.g., y los hemos consultado en el Informe y propuesta de resolución, expediente C-0593/14 de la CNMC. Otros compromisos que se pueden asumir son el establecimiento de mayorías reforzadas para determinados asuntos relevantes, prohibición de nombrar más de un número determinado de consejeros, etc.

<sup>29</sup> “Cómo controlar una cotizada sin lanzar una opa”, Cinco Días, 2017, [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/12/05/companias/1512495446\\_335195.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/12/05/companias/1512495446_335195.html) (consultado 14/12/2024)

- 1) Grupo Rayet, S.A. en Quabit Inmobiliaria, S.A. tras la fusión con varias sociedades filiales de la primera;
- 2) Iberia Líneas Aéreas de España, S.A. en Vueling Airlines, S.A. tras la fusión de la segunda con Clickair, S.A.
- 3) Smithfield Group Inc. en Campofrío Alimentación, S.A. tras la absorción de la segunda de ciertas sociedades filiales de la primera;
- 4) Reig Jofre Investments, S.L. en Laboratorios Reig Jofre, S.A. tras su fusión con Natraceutical, S.A.;
- 5) Siemens AG en Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. tras su fusión con Siemens Wind Power, S.L.; y
- 6) Piscine Luxembourg Holdings 1 S.a r.l en Fluidra, S.A., tras su fusión con Piscine Luxembourg Holdings 2 S.a r.l.<sup>30</sup>.

En vista de lo anterior, es difícil concluir si la CNMV aceptará o no la dispensa. Por este motivo, en caso de que la familia Machado no quiera bajo ningún concepto lanzar la OPA, proponemos supeditar la operación a la obtención de la dispensa por parte de la CNMV a través de una condición suspensiva en el Protocolo de Fusión<sup>31</sup>; es decir, que el acuerdo de aprobación no surtirá efecto si con posterioridad a su adopción no se obtuviese la dispensa por parte del organismo regulador.

### 2.2.2. Calendario y principales pasos para la integración.

Fecha	Actuación
D-60	Obtención de <i>waivers</i> o envío de notificaciones a entidades financieras u otras contrapartes que tengan derechos al vencimiento anticipado o a la resolución de sus contratos, en su caso. Solicitud y obtención de las certificaciones que acrediten estar al corriente en el cumplimiento de las obligaciones frente a la AEAT y TGSS.
D-31	Los consejos de administración de las sociedades fusionadas deben aprobar los siguientes acuerdos: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Proyecto Común de Fusión por parte de los administradores de cada una de las sociedades que participen en la fusión (art. 39 LME) con el contenido indicado en los artículos 4 LME y 40 LME.</li> <li>- Balance de fusión (art. 43 LME). Sirve el balance aprobado en los</li> </ul>

<sup>30</sup> PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J., REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Ofertas públicas de adquisición de valores (I)”, *op.cit...* p. 589

<sup>31</sup> Así lo hizo, por ejemplo, la sociedad Laboratorio Reig Jofré, S.A.U cuando se fusionó con Natraceutical y solicitó la dispensa a la CNMV.

	<p>seis meses anteriores a la fecha del proyecto de segregación pero, en su defecto, habrá de formularse un balance <i>ad hoc</i>. El art. 43.3 LME establece que en las SA cotizadas el balance de fusión puede ser sustituido por el informe financiero semestral.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Convocatoria de la junta general extraordinaria que aprobará la fusión</li> </ul>
	Emisión del informe de auditoría de las cuentas anuales del ejercicio anterior. El auditor debe verificar el balance de fusión (art. 44 LME).
	Publicidad de información sobre la fusión en la página web de la Sociedad o mediante comunicación individual a los socios.
D-30	Publicidad de la convocatoria de la junta.
	Informe de los administradores para los socios y los trabajadores explicando y justificando los aspectos jurídicos y económicos de la fusión (art. 5 LME).
	Informe de experto independiente designado por el RM. Este informe es preceptivo porque una de las sociedades que se fusionan es cotizada (art. 41 LME).
D-1	Fin del plazo para que los acreedores soliciten al RM el nombramiento de un experto independiente (tienen el plazo de un mes desde la publicación del Proyecto).
D	Acuerdos a adoptar por la junta general de las sociedades para aprobar la fusión: <ul style="list-style-type: none"> <li>- aprobación del Proyecto</li> <li>- aprobación del balance</li> </ul>
D+1	Publicación del anuncio de fusión en el BORME y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia.
D+2	Otorgamiento de la escritura pública de fusión ante notario español.
D+3	Presentación del modelo 600 del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITPAJD) en la modalidad de Operaciones Societarias correspondiente a la fusión (no sujeto a tributación).
D+4	Presentación en el RM de la copia autorizada de la escritura pública de fusión para su inscripción.
15 días hábiles desde el otorgamiento de la escritura	Inscripción de la fusión en el Registro Mercantil.
Máximo 3 meses desde la inscripción	Comunicación de la operación a las autoridades fiscales en relación con la aplicación del régimen de neutralidad fiscal

No elaboramos calendario para la OPA porque nuestro cliente no lanzará OPA.

**2.3. Demanda de la familia Azcona solicitando la anulación del acuerdo de fusión y una indemnización por daños.**

### **2.3.1. Visos de prosperar de la acción**

La familia Azcona interpuso una demanda solicitando la anulación del acuerdo de fusión y una reclamación de daños. Como parte de su fundamentación jurídica, alegó la ruptura del pacto de socios; que la operación carece de justificación económica para Estrella del Mar y es una excusa de la familia Machado para tomar el control de OceanShip y diluirlos; y conflicto de interés de la familia Machado, ya que tiene un consejero dominical designado en Oceanship. Vamos a analizar cada una de estas alegaciones.

#### **I. Ruptura del pacto parasocial**

Los pactos parasociales son auténticos contratos y tienen su fundamento en el art. 1.255 CC. Por tanto, los socios que los suscriben están obligados a cumplirlos, pues tal y como dispone el art. 1.091 CC, “Las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes, y deben cumplirse al tenor de los mismos”.

En el caso planteado, la familia Azcona y la familia Machado firmaron en 1987 un pacto de accionistas que estipulaba que, para aprobar cualquier modificación estructural, sería necesario el voto favorable de la familia Azcona. Se trata de un pacto de organización, pues determina la organización y el funcionamiento de los órganos sociales y la toma de decisiones. A pesar de su antigüedad, entendemos que está en vigor porque ninguna de las partes ha manifestado su intención de modificarlo o rescindirlo.

Con respecto a los pactos de organización, existen posiciones doctrinales que rechazan la posibilidad de la acción de cumplimiento *in natura*; sin embargo, Cándido Paz-Ares, la más elevada doctrina, se muestra favorable a la acción de cumplimiento de este tipo de pactos por varias razones:

- (i) la ejecución *in natura* no atenta contra la libertad de voto porque ya se ha actuado libremente al vincularse a través del pacto parasocial y decidir el sentido del voto;
- (ii) la jurisprudencia reconoce la posibilidad de ejecutar *in natura* las obligaciones que tengan por objeto una declaración de voluntad y, en caso de incumplimiento, sustituir la declaración del obligado por la propia resolución judicial; y

(iii) el acuerdo resultante puede ser impugnado por las causas legales, especialmente por infringir el interés social.<sup>32</sup>.

No obstante lo anterior, la realidad es que para cuando se dicta sentencia el acuerdo ya lleva meses o incluso años aprobado y ejecutado. Con lo cual, tal y como hace la familia Azona, lo habitual es solicitar su nulidad y reclamar los daños y perjuicios. En este contexto, es jurisprudencia asentada que un acuerdo societario no puede ser declarado nulo o anulable simplemente por ser contrario a un pacto parasocial, así lo declara el TS en, *inter alia*, STS 1136/2008 de 10 de diciembre o STS 138/2009 de 6 de marzo:

“La mera infracción de un convenio parasocial no basta por sí sola para la anulación de un acuerdo social” (...) “es preciso justificar que este infringe, además del pacto parasocial, la ley, los estatutos, o que el acuerdo lesione, en beneficio de uno o varios socios o de terceros, los intereses de la sociedad.”

De lo anterior se colige que, para que la acción prospere, se debe alegar la conculcación de la ley o los estatutos adicionalmente a la contravención del pacto parasocial. La familia Azcona así lo hizo, pues alegó en su demanda, además de la ruptura del pacto, la falta de justificación económica de la operación y que la fusión es una maniobra al objeto de diluirlos, así como la existencia de conflicto de interés.

#### I. Falta de justificación económica y maniobra para diluir a los socios minoritarios

Seguramente los demandantes habrán invocado el **art. 204.1 LSC**, que establece que:

“Son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o al reglamento de la junta de la sociedad o **lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios** o de terceros. **La lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría**. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios.”

De este precepto se desprende que, como entendió el TS en su Sentencia 9/2023, de 11 de enero de 2023, deben concurrir cumulativamente tres requisitos:

- (i) que el acuerdo que se impugna no responda a una necesidad razonable de la sociedad;
- (ii) que se haya adoptado por la mayoría en interés propio, y
- (iii) que ocasione un perjuicio injustificado a los demás socios.

Pensamos que el demandante tendrá difícil argumentar la concurrencia de los tres requisitos anteriormente listados por los siguientes motivos:

---

<sup>32</sup> PAZ-ARES, C., “El enforcement de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uría y Menéndez*, nº 5, 2003

(i) El acuerdo de fusión sí responde a una necesidad razonable de la sociedad. Estrella del Mar acaba de desinvertir en su negocio de gestión de puertos y está buscando impulsar su otra rama de actividad, consistente en el transporte internacional de mercancías. En este contexto, la fusión puede ser muy beneficiosa para la sociedad, pues OceanShip es una empresa líder en este negocio y opera en la región del Mediterráneo. Dado que Estrella del Mar todavía no tiene actividad en esa región, la operación puede suponer una gran oportunidad y responde a una finalidad empresarial legítima.

(ii) Es verdad que el acuerdo se ha adoptado por la mayoría, pero no en interés propio. Como se ha explicado en el párrafo precedente, el acuerdo responde a una estrategia empresarial que se prevé beneficiosa para la sociedad, pues en la medida en que la fusión reduzca la competencia en el mercado, las ganancias de la sociedad resultante de la fusión pueden ser mayores que el beneficio que alcanzaría cada sociedad por separado.

(iii) La fusión no causa un perjuicio injustificado a la familia Azcona ni es una maniobra con el objeto de diluirlos. Si con un 88% de Estrella del Mar la familia Machado tendría un 57% de la sociedad resultante de la fusión, haciendo una regla de tres sabemos que la familia Azcona tendría un 7,77%. Es cierto que su participación se diluye, pero seguirían ostentando una participación significativa que les otorgaría cierto peso en las decisiones. La operación está muy lejos de ser una maniobra *ad hoc* para diluir al socio minoritario, como lo sería por ejemplo un aumento de capital no necesario que los diluyese por debajo del 1%.

En este sentido, la Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo, en su Estudio sobre Propuestas de Modificaciones Normativas del año 2013, del que deriva la reforma del art. 204 introducida en el año 2014, hace referencia a algunos supuestos que se podrían encuadrar en la norma, como por ejemplo “aumentos de capital no necesarios para el desarrollo de la empresa y planificados única y exclusivamente con la finalidad de diluir a la minoría” o la “opresión de los accionistas minoritarios mediante prácticas recurrentes de no distribución de dividendos”<sup>33</sup>. Como vemos, aunque sólo son ejemplos y no es un *numerus clausus*, distan mucho de la operación de fusión impulsada por la familia Machado, cuyo fin es impulsar la compañía y maximizar el valor del patrimonio social.

Por los motivos expuestos, pensamos que este argumento no prosperará.

---

<sup>33</sup> *Estudio sobre Propuestas de Modificaciones Normativas*, Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo, CNMV, 2013



## II. Conflicto de interés

Para comenzar, la familia Azcona debe probar la existencia de un conflicto de interés por parte de la familia Machado; es decir, debe probar que la familia Machado no tiene incentivos para votar de conformidad con las exigencias de la buena fe *ex* artículo 1.258 CC y que, al votar en su exclusivo interés, está incumpliendo el contrato de sociedad<sup>34</sup>.

El artículo que regula los conflictos de interés de los socios es el 190 LSC. El apartado 1 lista una serie de acuerdos en los que el socio conflictuado tiene prohibido votar. El caso que nos ocupa (*i.e.* que el socio que promueve la fusión participa y tiene un consejero dominical en la otra sociedad participante) no se encuentra entre ellos, por lo que hay que acudir al apartado 3, que se refiere al resto de situaciones que supongan un conflicto de interés pero no se encuentren entre las recogidas en el apartado 1. La diferencia es que en este último caso el socio conflictuado no está privado de su derecho de voto, pero, si su voto fue decisivo para la adopción del acuerdo y este es impugnado por conflicto de interés, corresponde a ese socio o a la sociedad probar que el acuerdo es conforme al interés social, es decir, se invierte la carga de la prueba.

En este caso el voto de la familia Machado fue decisivo para la adopción del acuerdo de fusión, por lo que, en caso de que se entienda que hubo conflicto de interés, la familia Machado debe argumentar que la fusión responde a un interés legítimo de la sociedad y que no se adoptó para obtener un rédito personal. Por todo lo expuesto en el apartado precedente pensamos que la familia Machado podría vencer también ante esta alegación.

## III. Medidas cautelares

Asimismo, como previsiblemente la sentencia tardará muchos meses o incluso años en dictarse, lo normal es que la familia Azcona solicite **medidas cautelares** para impedir su inscripción en el Registro.

El artículo 727.10<sup>a</sup> LEC establece que se puede solicitar como medida cautelar “la suspensión de acuerdos sociales impugnados cuando el demandante o demandantes representen, al menos, el 1 o **el 5 por 100 del capital social**, según que la sociedad demandada hubiere o no

---

<sup>34</sup> ALFARO, J., “El deber de abstención del socio en caso de conflicto de intereses (art. 190 LSC)”, *Almacén de Derecho*, 2019

emitido valores”. En el presente caso la familia Azcona supera el umbral del 5% en Estrella del Mar, por lo que está legitimada para solicitar medidas cautelares.

En el art. 728 se recogen los tres requisitos cumulativos que han de cumplirse para que la acción prospere: *periculum in mora*, *fumus bonis iuris* y la caución. La familia Azcona puede argumentar el peligro en la demora; sin embargo, por todo lo explicado *ut supra*, pensamos que carecen de argumentos lo suficientemente fuertes como para defender una apariencia de buen derecho. Nuestra opinión es que las medidas cautelares no prosperarán.

#### IV. Conclusión

En nuestra opinión, tanto la acción principal como las medidas cautelares tienen pocos visos de prosperar.

##### 2.3.2. ¿Podría una sentencia estimatoria afectar a la validez de la fusión?

El cliente nos pregunta acerca de dos escenarios posibles, en función de si el acuerdo de fusión ya está inscrito en el RM o no lo está:

##### I. Fusión ya inscrita

En el caso de una sentencia estimatoria que anule el acuerdo, **si la fusión ya está inscrita en el RM no podrá anularse**. Así lo indica el artículo 16 LME, que establece que “No podrá declararse la nulidad de una modificación estructural una vez inscrita”; no obstante, el precepto continúa explicando que “Quedan a salvo las acciones resarcitorias que correspondan a socios y terceros”. Con lo cual, la familia Azcona todavía podría intentar reclamar los daños que entienden que la fusión les ha causado.

Cabe señalar que si sólo se ha inscrito en el Registro el acuerdo de fusión, este sí se puede cancelar en virtud del art. 208 LSC.

##### II. Fusión no inscrita

En este caso, una sentencia estimatoria que declare nulo el acuerdo de fusión sí podría afectar a su validez e impedir que la operación se consuma.

### **PARTE 3. IMPLEMENTACIÓN DEL *SCRIP DIVIDEND***

#### **3.1 Asesoramiento para la implementación de un programa de *scrip dividend*.**

##### **3.1.1. ¿Qué es el *scrip dividend*?<sup>35</sup>**

El *scrip dividend* o dividendo flexible es una forma de retribución del accionista que permite optar entre recibir dividendos en metálico o en forma de acciones de la compañía. Esta fórmula ya se venía aplicando en otros países pero llegó a España tras la crisis financiera del año 2008, la cual catalizó el endurecimiento de los requisitos de solvencia de las entidades bancarias. Por este motivo, poder remunerar a los accionistas con acciones se erigió como el mecanismo idóneo para reforzar los fondos propios sin socavar la confianza de los inversores<sup>36</sup>, pues, tal y como establece el art. 93 LSC, participar en el reparto de las ganancias sociales es uno de los principales derechos del accionista.

La primera sociedad en implementar esta fórmula en España fue el Banco Santander en el año 2009, y su éxito fue tal que muchas sociedades (cotizadas, pero también alguna no cotizada) siguieron su ejemplo. A día de hoy se puede afirmar que el *scrip dividend* es una práctica societaria aceptada; no obstante, todavía no está regulada expresamente por nuestro ordenamiento jurídico.

##### **3.1.2 ¿Cómo implementarlo?**

A día de hoy no existen directrices en ninguna norma sobre cómo implementar el dividendo flexible, por lo que las empresas que han optado por este método han seguido diversos mecanismos que procedemos a explicar.

En cuanto a las sociedades cotizadas, como es el caso de OceanShip, el art. 529 ter 1.a LSC dispone que el consejo de administración tiene la facultad indelegable de determinar la política de dividendos de la sociedad. Por lo que, como primer paso, el consejo de administración de OceanShip debe elaborar una Política de Remuneración del Accionista en

---

<sup>35</sup> La respuesta a esta pregunta se ha elaborado con la información recogida en ARAGÓN TARDÓN, S., “La necesidad de regulación de las operaciones de scrip dividends como fórmula para satisfacer el derecho del socio a participar en las ganancias sociales en España”, *CEFLegal: Revista Práctica de Derecho*, nº 265, 2023, pp. 5-36

<sup>36</sup> De hecho, el propio Banco de España llegó a recomendar que se limitase el pago de dividendos en efectivo hasta un máximo del 25%, en su “Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito” del año 2013, y lo siguió recomendando en años posteriores.

la que se contemple el *scrip dividend*<sup>37</sup>. Una vez finalice el ejercicio social, en virtud del art. 253 LSC, los administradores de la sociedad tienen un plazo de tres meses para proponer la aplicación del resultado. Posteriormente, esta propuesta debe ser aprobada por la junta general de socios, tal y como disponen los art. 160.a LSC y 273 LSC. Adicionalmente, el art. 276 LSC establece que será la junta general la que determine el momento y la forma de pago del dividendo. En virtud de estos preceptos, aunque sea el consejo de administración el que elabore la Política de Remuneración del Accionista y proponga el esquema del *scrip dividend*, será la junta general la que, en última instancia, apruebe la Política y apruebe anualmente la aplicación del resultado.

Son varios los mecanismos que usan las empresas para hacer efectivo el pago del *scrip dividend*:

**I. Pago con acciones en autocartera**

**II. Ampliación de capital liberada con cargo a reservas o beneficios**

La operación se instrumenta a través de dos acuerdos conjuntos: por un lado la distribución de dividendos (art. 275 LSC) y por otro la ampliación de capital (art. 303 LSC), cuya cuantía es “el montante equivalente al número de derechos de asignación ejercidos multiplicado por el valor de la acción en el momento de la ampliación”<sup>38</sup>.

La sociedad se compromete a adquirir los derechos de suscripción preferente/asignación gratuita que los socios tienen sobre esas acciones de nueva emisión. De esta manera, el accionista puede o bien quedarse con las acciones o bien optar por:

- vender sus derechos de asignación gratuita a la sociedad y, de esta manera, percibir el dividendo en dinero, o
- vender sus derechos en el mercado secundario por el precio de cotización correspondiente.

Si nada se ha establecido al respecto, el accionista también podría optar por combinar ambas opciones y percibir una parte en especie y otra en metálico<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> Por poner un ejemplo, actualmente la Política de Remuneración del Accionista de Iberdrola establece que “Igualmente, le podrá proponer otras modalidades de remuneración al accionista, incluyendo sistemas de retribución flexible (*scrip dividend*), programas de recompra de acciones para su amortización, aumentos de capital liberados y distribuciones en especie, etc. y decidirá la periodicidad con la que habrán de ponerse en práctica.”

<sup>38</sup> Boletín de la CNMV, Trimestre IV, 2018, p. 89

<sup>39</sup> Así lo explican LYCZKOWSKA, K., “‘Scrip dividend’ y usufructo de las acciones: ¿Cuántas clases hay en el mercado?”, *El Notario del siglo XXI* y ALFARO, J., “La distribución de dividendos”, *Almacén de Derecho*, 2021

<b>Pasos a seguir para repartir el <i>scrip dividend</i></b>
<p>El Consejo de Administración debe convocar la junta general que aprobará el aumento de capital y el reparto del <i>scrip dividend</i>. Los administradores debe acordar:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- el número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva</li> <li>- el número máximo de acciones a emitir</li> <li>- el importe nominal máximo del aumento de capital</li> <li>- el precio del compromiso irrevocable de compra de derechos de asignación gratuita asumidos por la compañía</li> <li>- el valor teórico del derecho de asignación gratuita</li> </ul> <p>Además, el Consejo de Administración debe fijar:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Last trading date</i>: fecha de referencia para que los accionistas de OceanShip puedan participar en el <i>scrip dividend</i>.</li> <li>- <i>Ex-date</i>: las acciones de OceanShip se negocian ya sin derechos.</li> <li>- <i>Record date</i>: fecha de liquidación de las operaciones realizadas en el last trading date</li> </ul>
<p>Celebración de la junta general aprobando el aumento de capital y el reparto de dividendos siguiendo la fórmula del <i>scrip dividend</i>.</p>
<p>Publicación del documento informativo en la página web de la sociedad y en la CNMV.</p>
<p>Publicación del anuncio del aumento de capital en el BORME y en los boletines oficiales de cotización de las Bolsas españolas</p>
<p>Comienza el periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita.</p>
<p>Finaliza el plazo para solicitar la retribución en efectivo en virtud del compromiso de compra suscrito por OceanShip.</p>
<p>Finaliza el periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita.</p>
<p>Pago en metálico a los accionistas que hubiesen optado por vender sus derechos de asignación gratuita.</p>
<p>Inscripción en el RM del aumento de capital.</p>

### **3.1.3 ¿Existe alguna limitación respecto de la “fórmula” que debe operar por defecto?**

La LSC solamente ordena la obligación del pago del dividendo, pero guarda silencio acerca de la forma en la que este debe retribuirse. También el Código Civil establece en su art. 1.665 que “La sociedad es un contrato por el cual dos o más personas se obligan a poner en común dinero, bienes o industria, con ánimo de partir entre sí las ganancias”. No obstante, en ninguna norma se concreta la forma en la que han de distribuirse esas ganancias.

La doctrina considera que, salvo que se pacte otra cosa, el dividendo debe pagarse en dinero, ya que “esa es la voluntad presunta de los contratantes que invierten en una sociedad de capitales”<sup>40</sup>. Con lo cual, los socios podrían acordar de forma unánime que se permita aprobar por parte de la junta general el pago de dividendos en una forma distinta a la del dinero, pero, a falta de pacto, se entiende que el pago en dinero opera por defecto. En la práctica societaria actual nos encontramos con distintas formas de remuneración del accionistas: dividendo en metálico, recompra de acciones, dividendo en especie o dividendo electivo<sup>41</sup>.

Ahora bien, si se pacta y aprueba la remuneración a través de un dividendo electivo, recae sobre el accionista la carga de pronunciarse expresamente si desea recibir el dividendo en metálico pues, de no hacerlo, recibirá el dividendo en acciones. La CNMV lo explica de la siguiente manera:

“Así, el reparto de dividendos en dinero se articula a través de la adquisición por parte de la sociedad de los derechos de asignación gratuita. Pero nótese que el ejercicio de la facultad de elección del accionista sólo es determinante si este prefiere el dinero del dividendo. Entonces **tiene la carga de pronunciarse en tiempo y forma** —durante el plazo que se abre para adquirir los derechos de asignación gratuita—, **pues de lo contrario sólo conservará su derecho a la asignación gratuita de las nuevas acciones.**”<sup>42</sup>

En definitiva, si ha optado por la fórmula del dividendo electivo, opera por defecto el pago en acciones y es el accionista quien debe de manifestarse si desea recibir el pago en dinero.

### 3.1.4 ¿Puede la familia Azcona oponerse al *scrip dividend*?

Con relación a la afirmación de la familia Azcona, que expresó su oposición al *scrip dividend* afirmando que "el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad", podemos concluir tras todo lo explicado que nada obsta a que se pacte la remuneración a través de un dividendo electivo, siempre y cuando esto haya sido aprobado previamente por la junta general y se permita al socio optar, si así lo desea, por el dividendo en metálico a través de la venta de sus derechos de asignación.

En cuanto a la distribución del capital social de OceanShip tras la operación de fusión, la familia Machado cuenta con aproximadamente el 57% de los derechos de voto, la familia Azcona con aproximadamente el 7,7% y el resto está repartido entre otros accionistas. El art. 201.1 LSC establece que en las SA los acuerdos sociales se adoptan por mayoría simple de

---

<sup>40</sup> PAZ-ARES, C., “Aproximación al estudio de los dividendos en especie”, *Revista Jurídica del Notariado*, nº 3, 1992

<sup>41</sup> Boletín de la CNMV, *op.cit...*, pp. 92-93

<sup>42</sup> Boletín de la CNMV, *op.cit...*, p. 98

los accionistas presentes o representados; con lo cual, la familia Machado podría aprobar la aplicación de la fórmula del *scrip dividend* al contar con más del 50% de los derechos de voto.

No obstante lo anterior, pensamos que la familia Machado debería argumentar bien por qué decide optar por la fórmula de un dividendo electivo, simplemente a efectos de cubrirse las espaldas frente a una eventual demanda de la familia Azcona alegando que el acuerdo se ha adoptado de forma abusiva por la mayoría.

### **3.1.5 Otras cuestiones a tener en cuenta**

#### **I. Fin de las ventajas fiscales por la venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado**

Hasta el año 2017 la venta de derechos de asignación gratuita en el mercado gozaba de ciertas ventajas fiscales. Por este motivo, un dividendo obtenido por esta vía era fiscalmente más favorable a un dividendo en efectivo, que tenía una retención del 19% y tributaba como rendimiento de capital mobiliario en el año de recepción. No obstante, desde la reforma del año 2017 ambos tienen igual tributación<sup>43</sup>.

#### **II. Menos eficiente como mecanismo de señalización**

Algunos autores señalan que el reparto de un *scrip dividend* podría no transmitir al mercado la misma confianza sobre la salud financiera de la empresa que un dividendo en efectivo<sup>44</sup>.

#### **III. Dividendo compensatorio**

Con el objetivo de evitar lo anterior, OceanShip podría plantearse la entrega de un dividendo compensatorio; esto es, una cantidad adicional en efectivo para los accionistas que opten por recibir acciones en lugar de efectivo, al objeto de compensar a los accionistas por la dilución que podría ocurrir al emitir nuevas acciones. Es decir, se busca que los accionistas que opten por el dividendo en especie no se vean perjudicados<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> Boletín de la CNMV, *op.cit...*p.89

<sup>44</sup> Boletín de la CNMV, *op.cit...* p.94

<sup>45</sup> Por poner un ejemplo, FCC repartió durante varios años dividendos compensatorios a sus accionistas en el marco de un programa de scrip dividends. Información recogida en “Así es el dividendo compensatorio de FCC”, 2020, (última consulta 14/12/2024): <https://valenciaplaza.com/dividendo-compensatorio-de-fcc-scrip-dividend>

## ANEXOS

### BIBLIOGRAFÍA

#### Manuales

- PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J., REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Ofertas públicas de adquisición de valores (I)”, *Manual de Fusiones y Adquisiciones*, Wolters Kluwer, 2021, 3ª ed., p. 589
- TORTUERO ORTIZ, J., “El contrato de compraventa de acciones”, *Manual de Fusiones y Adquisiciones*, Wolters Kluwer, 2021, 3ª ed., pp. 353-397

#### Artículos en revistas científicas

- ARAGÓN TARDÓN, S., “La necesidad de regulación de las operaciones de scrip dividends como fórmula para satisfacer el derecho del socio a participar en las ganancias sociales en España”, *Revista CEFLegal - Revista Práctica de Derecho*, nº 265, 2023, pp. 5-36
- GUTIÉRREZ GILSANZ, J., “La fusión como supuesto excluido de la obligación de formular una OPA”, *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1, 2018
- GUTIÉRREZ HERNÁNDEZ, A., “Veinte años de jurisprudencia *antitrust* en España: El papel de los tribunales en la interpretación de las normas de defensa de la Competencia”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, vol. 60, 2022, pp. 46-64
- JIMÉNEZ SERRANÍA, V., “Acciones por daños por infracción del Derecho de la Competencia. Transposición de la Directiva 104/2014, de 26 de noviembre”, *Ars Iuris Salmanticensis*, vol. 5, 2017, pp. 198-201
- LYCZKOWSKA, K., “Scrip dividend' y usufructo de las acciones: ¿Cuántas clases hay en el mercado?”, *El Notario del siglo XXI*
- MUÑOZ PÉREZ, A.F., “El concierto como presupuesto de la OPA obligatoria”, *Revista de Derecho de Mercado de Valores*, 2007, pp. 314-315
- ODRIOZOLA, M., BARRANTES, B. *et al.*, “Antitrust Update: Monográfico sobre prohibición de contratar”, *Revista Clifford Chance*, nº1, 2019
- PAZ-ARES, C., “El enforcement de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uría y Menéndez*, nº 5, 2003
- PAZ-ARES, C., “Aproximación al estudio de los dividendos en especie”, *Revista Jurídica del Notariado*, nº 3, 1992
- SOTO PINEDA, J., “Una lección de la defensa de la competencia en la Unión Europea: el principio de continuidad económica”, *Revista de Derecho (Valdivia)*, vol. 34, 2021



- VIDAL VELA, D., “Una aproximación jurídica a la figura contable «aportaciones de socios o propietarios» de la cuenta 118 del Plan General Contable”, *LA LEY Mercantil*, nº 80, 2021, Wolters Kluwer

### **Blogs especializados**

- ALFARO, J., “El deber de abstención del socio en caso de conflicto de intereses (art. 190 LSC)”, *Almacén de Derecho*, 2019, (última consulta 15/12/2024): <https://almacenederecho.org/el-deber-de-abstencion-del-socio-en-caso-de-conflicto-de-intereses-art-190-lsc>
- ALFARO, J., “Sobre la regulación estatutaria de la OPA obligatoria”, *Almacén de Derecho*, 2018, (última consulta 15/12/2024): <https://almacenederecho.org/puede-regularse-estatutariamente-la-opa-obligatoria>
- MARTÍNEZ MATA, Y., “Multas de competencia, sucesión de empresas y concurso”, *Almacén de Derecho*, 2019, (última consulta 15/12/2024): <https://almacenederecho.org/multas-de-competencia-sucesion-de-empresas-y-concurso>
- SCALAS SIERRA, P., “Sociedad Patrimonial: ventajas e inconvenientes”, (última consulta 15/12/2024): <https://sierraabogados.es/blog/sociedad-patrimonial/>

### **Artículos en prensa**

- VARO REINA, A., “La doble escisión parcial de rama de actividad”, *LegalToday*, 2013, (última consulta 15/12/2024): <https://www.legaltoday.com/practica-juridica/derecho-mercantil/societario/la-doble-escision-parcial-de-rama-de-actividad-2013-09-26/>
- “Cómo controlar una cotizada sin lanzar una opa”, *Cinco Días*, 2017, (última consulta 15/12/2024): [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/12/05/companias/1512495446\\_335195.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/12/05/companias/1512495446_335195.html)
- “Así es el dividendo compensatorio de FCC”, 2020, (última consulta 15/12/2024): <https://valenciaplaza.com/dividendo-compensatorio-de-fcc-scrip-dividend>

## **RESOLUCIONES/COMUNICACIONES**

### **Organismos reguladores internacionales**

- Comunicación de la Comisión sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin, (2005/C 56/03):
- Notification of 24 July 2000 pursuant to article 4 of Council Regulation No 4064/89, Commission of the European Communities

### Organismos reguladores nacionales

- Resolución de la CNMC de 1 de octubre de 2019, expediente S/DC/0612/17 Montaje y mantenimiento industrial, pp. 153-154
- Informe y propuesta de resolución, Expediente C-0593/14 de la CNMC
- *Estudio sobre Propuestas de Modificaciones Normativas*, Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo, CNMV, 2013
- “Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito”, Banco de España, 2013

### OTRAS FUENTES

#### Webs/portales

- CÁRDENAS SMITH, C., “Supuestos excluidos de la obligación de formular opa por adquisición de control”, *Publicaciones Uría Menéndez*, (última consulta 15/12/2024): <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2335/documento/079ccs.pdf?id=1960>
- MARTINIVA, A., “Grupos de sociedades controlados por personas físicas: ser o no ser”, CMS, (última consulta 15/12/2024): <https://cms.law/es/esp/publication/grupos-de-sociedades-controlados-por-personas-fisicas-ser-o-no-ser>
- PARIENTE, R., REIG, P., “¿Qué es el fondo de comercio?”, BBVA, (última consulta 15/12/2024): <https://www.bbva.com/es/salud-financiera/que-es-el-fondo-de-comercio/>
- Política de Remuneración del Accionista de Iberdrola: [https://www.iberdrola.com/documents/20125/41893/politica\\_remuneracion\\_accionista.pdf](https://www.iberdrola.com/documents/20125/41893/politica_remuneracion_accionista.pdf)
- Boletín de la CNMV, Trimestre IV, 2018, [https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/boletin/boletin\\_cnmv\\_iv\\_2018.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/boletin/boletin_cnmv_iv_2018.pdf)