

UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS ICAI-ICADE

MÁSTER UNIVERSITARIO EN ACCESO A LA ABOGACÍA Y A LA PROCURA



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

CASO PRÁCTICO PARA EL TRABAJO FIN DE MÁSTER
ESPECIALIDAD DERECHO DE LA EMPRESA
CURSO 2024/2025

Alumno: María Fabregat Marianini

Tutor: Ignacio Echenagusia López

Curso académico: 2024-2025

Fecha de entrega: diciembre 2024

ÍNDICE

PARTE 1: INFORME EMITIDO A PETICIÓN DE ATLAS CAPITAL	5
Pregunta 1	5
1. Propuesta de reorganización societaria	6
2. Calendario	12
3. Cautelas y garantías.....	13
Pregunta 2.....	15
1. Procedimiento sancionador.....	15
2. Potenciales consecuencias adversas y protección contractual recomendada	16
Pregunta 3.....	21
1. Alcance y consecuencias del procedimiento judicial.....	21
2. Profesionales que intervienen y honorarios.....	22
Pregunta 4.....	23
1. Pacto de no competencia	23
2. Duración y ámbito geográfico del compromiso.....	24
CONCLUSIONES INFORME ATLAS CAPITAL	26
PARTE 2: INFORME EMITIDO A PETICIÓN DE ESTRELLA DEL MAR	28
Pregunta 1	28
1. Compra del 29,7% de OceanShip	28
2. Condiciones, porcentaje y procedimiento.....	30
3. Programa de recompra de acciones	34
Pregunta 2.....	36
1. Determinación de la necesidad de OPA obligatoria y requisitos de la fusión	36
2. Calendario de la fusión y pasos clave.....	38
3. La acción legal de la familia Azcona	42
CONCLUSIONES INFORME ESTRELLA DEL MAR.....	46
PARTE 3: INFORME EMITIDO A PETICIÓN DE OCEANSHIP	48
Pregunta 1	48
1. Mecanismos de retribución al accionista	48
2. <i>Scrip dividend</i>	49
3. Procedimiento para la implementación del <i>scrip dividend</i>	50
4. Opción por defecto.....	53
Pregunta 2.....	54
1. La postura de la familia Azcona	54

CONCLUSIONES INFORME OCEANSHIP	57
NORMATIVA APLICABLE	59
BIBLIOGRAFÍA.....	61

PARTE 1: INFORME EMITIDO A PETICIÓN DE ATLAS CAPITAL

Atlas Capital busca la integración económica de dos sociedades a través de una fusión que involucrará a la sociedad que recientemente ha adquirido, Andalusia Harbors, S.L. (“**Andalusia Harbors**”) y, una vez dividida y reorganizada la gestión de Estrella del Mar S.A. (“**Estrella del Mar**”), a una de sus filiales, Estrella Gestión Puertos, S.L.U (“**Estrella Gestión Puertos**”).

Pregunta 1

¿Qué propuesta de reorganización societaria podría garantizar que la totalidad de la actividad objeto de adquisición quede controlada por Estrella Gestión Puertos? ¿Cuál sería una estimación razonable del calendario para llevar a cabo la reorganización? ¿Qué cautelas y coberturas específicas deberían contemplarse ante posibles riesgos asociados con la reorganización durante el proceso de adquisición?

Teniendo en cuenta la información aportada, se sabe que Estrella del Mar desarrolla dos líneas de negocio: el transporte internacional de mercancías y la gestión portuaria. Atlas Capital busca celebrar un contrato (en adelante, “**SPA**” o “**Share Purchase Agreement**”) para adquirir la división de gestión de puertos centralizada en Estrella Gestión de Puertos. A este respecto, y para poder presentar al grupo vendedor una propuesta de reorganización societaria, conviene recordar la estructura actual del grupo:

- Estrella del Mar es titular de la concesión del puerto de Bilbao y de un contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L. por el éste que le presta su flota de remolcadores para las labores de guía en el puerto;
- Estrella Gestión Puertos, íntegramente participada por Estrella del Mar, es titular de las concesiones de los puertos de Ferrol y de Santander;
- Estrella Marruecos SLU (“**Estrella Marruecos**”), participada al 100% por Estrella Mercancías SLU (“**Estrella Mercancías**”), participada a su vez directamente y al 100% por Estrella del Mar, es titular de la concesión del puerto de Casablanca.

Escenario previo a la reorganización societaria:



1. Propuesta de reorganización societaria

Para asegurar que toda la actividad de gestión portuaria se centraliza bajo Estrella Gestión de Puertos, se han considerado distintas opciones de reorganización.

Una de las opciones consideradas fue la creación de una sociedad a la que Estrella del Mar y Estrella Marruecos transferirían todos los activos adscritos a la prestación de servicios portuarios como aportación no dineraria. En este escenario, estas dos sociedades serían los socios de la nueva sociedad, y Estrella Gestión de Puertos tendría que comprar sus acciones. Sin embargo, esta opción se descartó rápidamente por diversas razones. Entre ellas, implicaciones económicas, fiscales y laborales. Además, existen preocupaciones razonables sobre la posible inexistencia de sucesión de empresa, lo que podría complicar la transferencia del personal especializado.

Otra opción considerada fue que Estrella Gestión de Puertos seleccionara y adquiriera los activos y pasivos relacionados con la gestión portuaria de Estrella del Mar y Estrella Marruecos. Sin embargo, esta opción fue descartada, entre otras cuestiones, por la baja probabilidad de que el vendedor permita un *cherry-picking*, y porque, según el art. 1205 CC, se requeriría el consentimiento de todos los acreedores para la transferencia de las deudas, planteando un escenario negocial verdaderamente complejo para el comprador.

Después de evaluar numerosas alternativas y considerar los riesgos, ventajas, desventajas, así como las implicaciones fiscales, económicas, laborales y mercantiles, se propone al grupo vendedor la siguiente reestructuración en relación con los cambios que afectarían a Estrella Marruecos y a Estrella del Mar.

1.1.Cambios en Estrella Marruecos

Considerando ciertas cuestiones políticas y teniendo en cuenta que el puerto de Casablanca no está sujeto a la legislación española, se ha procedido a analizar la situación bajo un criterio de sentido común.

Para evitar un cambio de titularidad en la figura del concedente, se ha determinado que la opción más adecuada no es trasladar únicamente la concesión de la que es titular Estrella Marruecos al patrimonio de Estrella Gestión de Puertos, sino transferir la totalidad de la sociedad. En otras palabras, **se busca que Estrella Gestión de Puertos se convierta en el titular último de las participaciones de Estrella Marruecos.**

Para llevar a cabo lo anterior, se consideraron varias opciones. La primera, y aparentemente más sencilla, fue la venta directa de las participaciones de Estrella Marruecos por parte de Estrella Mercancías a Estrella Gestión de Puertos. Aunque esta opción es directa y rápida, implicaría una venta intragrupo, algo que Estrella del Mar expresamente ha manifestado que busca evitar. Por lo tanto, ha sido descartada.

Debido a cuestiones de calendario se descarta la opción de realizar una escisión. Este proceso no solo es más complejo, sino que también requiere más tiempo para completarse.

Dado que Estrella Mercancías desarrolla más actividades, y no es solo una empresa *holding*, hay que tener presente que no se busca su extinción. Lo único que se pretende es que las participaciones de Estrella Marruecos salgan de su patrimonio.

Por estos motivos, se ha llegado a la conclusión de que la opción más lógica y fiscalmente conveniente es que Estrella Mercancías realice una **distribución de dividendos en especie**. A través de este proceso, **Estrella Mercancías reparte a su socio único, Estrella del Mar, las participaciones que posee de Estrella Marruecos.**

La distribución de dividendos en especie es una estrategia eficiente porque permite transferir activos sin necesidad de realizar una venta directa, evitando así implicaciones fiscales y administrativas que podrían surgir de una transacción de este tipo.

Estrella Mercancías deberá adoptar la decisión de distribución de dividendos (art. 15 LSC), que deberá consignarse en un **acta**. Es crucial respetar todas las previsiones legales y estatutarias que afecten a este tipo de reparto, principalmente se debe asegurar

que, tras el mismo, la cifra del PN de Estrella Mercancías continúa siendo igual o superior al capital social (CS) más las reservas, que deberán estar debidamente cubiertas¹. Para llevar a cabo la distribución, previamente se ha asegurado que existen **reservas distribuibles** suficientes para no tener que realizar ajustes adicionales en el balance de la empresa. Además, esta transmisión deberá **reflejarse en el Libro registro de socios**, pues la sociedad solo reputará como socio a quien figure inscrito en el mismo (art. 104 LSC)².

De esta manera, Estrella del Mar se convertiría en el nuevo titular de las participaciones de Estrella Marruecos, pero aún quedaría transferir estas participaciones de su esfera patrimonial a la de Estrella Gestión de Puertos.

Para ello se han considerado dos opciones: (i) realizar una aportación no dineraria por parte del socio único de Estrella Gestión de Puertos (es decir, por Estrella del Mar) a la cuenta 118 del Plan General Contable (PGC) o bien, (ii) en el momento de la segregación de Estrella del Mar (que se desarrollará posteriormente), incluir las participaciones de Estrella Marruecos junto con el resto de los activos relacionados con la rama de actividad de gestión portuaria.

Se considera más beneficiosa y sencilla la primera opción, pues además hay que tener en cuenta que las **aportaciones a la cuenta 118 del PGC** no solo pueden ser dinerarias, sino que también se permite que sean de bienes o derechos. En este caso, Estrella del Mar la realizaría en calidad de socio único, a los fondos propios de Estrella Gestión de Puertos.

La característica principal de este tipo de aportaciones es que se realizan “a fondo perdido”. Aunque los socios inyecten dinero en la sociedad, no se registra como un préstamo o deuda que deba devolverse, pues al estar enmarcadas en el subgrupo de reservas y patrimonio neto, no generan en la sociedad esta obligación de devolución³.

¹ ALFARO, J., «La distribución de dividendos», en *Almacén de Derecho*, 2021. Disponible en: <https://almacenederecho.org/la-distribucion-de-dividendos> (consulta en: septiembre 2024).

² PERDICES, A., «Artículo 120. Transmisión de acciones», en ROJO/BELTRÁN (dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, tomo I, Cizur Menor (Navarra) [Civitas – Thomson Reuters], 2011, p.974.

³ VIDAL VELA, D., «Una aproximación jurídica a la figura contable aportaciones de socios o propietarios de la cuenta 118 del Plan General Contable», en *LA LEY Mercantil* nº 80, mayo 2021 [Wolters Kluwer]. Disponible en: <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/art/una-aproximacion-juridica-a-la-figura-contable->

Además, a diferencia de los aumentos de capital, al no alterarse la cifra del capital social, no requieren de todos los instrumentos, formalidades y costes que estos sí implican.

En resumen, Estrella Mercancías transferiría las participaciones de Estrella Marruecos a su matriz, Estrella del Mar, mediante una distribución de dividendos. Posteriormente, Estrella del Mar aportaría estas participaciones a Estrella Gestión de Puertos a través de una aportación a la cuenta 118 del PGC. De esta manera, se lograría trasladar a la esfera patrimonial de Estrella Gestión de Puertos la concesión portuaria, así como toda la empresa que la explota y desarrolla, con todos los beneficios que ello conlleva.

Ambos acuerdos deberán recogerse en acta y, para otorgar mayor solemnidad al acto, formalizarse ante notario y elevarse a **escritura pública**.

1.2.Cambios en Estrella del Mar

Con el objetivo de separar del patrimonio de Estrella del Mar todo lo relacionado con la gestión portuaria, se ha concluido que la opción más conveniente y beneficiosa es llevar a cabo una escisión que revista la modalidad de **segregación**.

La segregación se caracteriza por el **traspaso en bloque por sucesión universal**. Esto significa que todos los activos y pasivos que conforman la unidad económica de gestión portuaria se transferirían *ipso iure* de Estrella del Mar a la sociedad beneficiaria, que sería Estrella Gestión de Puertos. Esta característica permite evitar la necesidad de solicitar el consentimiento de los acreedores para transferir deudas⁴. Además, al tratarse de una segregación en favor de una sociedad íntegramente participada, se podrá acoger al **régimen simplificado** previsto en el artículo 71.2 del RDME.

Aunque la segregación comparte rasgos con la escisión parcial, se diferencian principalmente en la **distribución de las participaciones de la sociedad beneficiaria**. En la escisión parcial, las participaciones se entregan directamente a los socios de la

[aportaciones-de-socios-o-propietarios-de-la-cuenta-118-del-plan-general-contable](#) (consulta: octubre 2024).

⁴ GINER VINCUEIRA, M., «Nueva Ley de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles», en *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, núm. 62, Octubre 2023, Págs.128 a 138. Disponible en: <https://www.uria.com/es/publicaciones/8575-nueva-ley-de-modificaciones-estructurales-de-sociedades-mercantiles> (consulta: octubre 2024).

sociedad segregada (los socios de Estrella del Mar), mientras que, en la segregación, es la propia sociedad segregada (Estrella del Mar) quien recibe las participaciones de la sociedad beneficiaria (arts. 60 y 61 RDME)⁵. Además, al ser una **segregación intragrupo** no será necesario (a diferencia de la fusión) realizar un canje de participaciones⁶.

Se ha decidido realizar una segregación en lugar de una escisión parcial porque, al ser Estrella Gestión de Puertos la sociedad beneficiaria, no habrá alteraciones en la titularidad de sus participaciones. Todas son y serán propiedad de Estrella del Mar.

Así como se ha adelantado, la segregación es la opción más sencilla para facilitar la posterior adquisición de las participaciones de Estrella Gestión de Puertos por parte de Atlas Capital, simplificando significativamente la gestión de compra. En cambio, si se optara por una escisión parcial, las participaciones se distribuirían entre múltiples socios, lo que complicaría la coordinación y obtención del consentimiento de todos ellos, prolongando el proceso. Además, se evitaría el riesgo de que algún socio decida no vender, exija un precio mayor o plantee cualquier otra objeción⁷.

En relación con los **trabajadores**, al verse afectada una entidad económica, se garantizaría la sucesión de empresa a los efectos del art. 44 ET. Esto resulta beneficioso porque las relaciones laborales no se entenderían automáticamente extinguidas, permitiendo que los trabajadores especializados continúen desarrollando sus labores⁸.

⁵ RODRÍGUEZ ARTIAGAS, F., «Escisión, segregación y aportación de rama de actividad», en *Academia Matritense del Notariado*, Revista 32, Julio-Agosto 2010. Disponible en: <https://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-32/1118-escision-segregacion-y-aportacion-de-rama-de-actividad-0-11135258163451457> (consulta: octubre 2024).

⁶ VIDAL-PARDO DEL RÍO, M., «Procedimiento simplificado de segregación intragrupo», en *Uría Menéndez*, 2013. Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3941/documento/art0367.pdf?id=5422> (consulta: octubre 2024).

⁷ VERA, E. «La escisión societaria, aspectos mercantiles y tributarios. Tipos de escisión (III): segregación y filialización», en *Blog Mercantil* mayo 2023. Disponible en: <https://www.ruizballesteros.es/tipos-de-escision-parte-iii-segregacion-y-filializacion/> (consulta: octubre 2024).

⁸ ALFARO, J. «Las modificaciones estructurales y la sucesión universal como transmisión de patrimonios», en *Almacén de Derecho*, 2019. Disponible en: <https://almacendederecho.org/las-modificaciones-estructurales-y-la-sucesion-universal-como-transmision-de-patrimonios> (consultado: octubre 2024).

Se deberán **revisar los contratos** suscritos por la sociedad que se va a adquirir pues, aunque la segregación implica la sucesión universal, habrá que atender a si hay alguna cláusula que prevea la resolución anticipada en casos de cambio de control.

Habrà que prestar especial atención a los términos pactados en el **contrato de arrendamiento** con Barcos Antón, S.L, pues se considera un contrato esencial. En caso de que el mismo contenga una cláusula de cambio de control, se recomienda como **actuación previa al cierre** de la operación que Estrella del Mar obtenga un *waiver* por el cual Barcos Antón, S.L. renuncie a su derecho de resolución.

En relación con la **concesión del puerto de Bilbao**, hay que considerar que no se trata de un activo cualquiera, sino que, al ser dominio público portuario estatal, resultan aplicables, entre otras, la LPEMM y LCSP.

Esta concesión, podrá transmitir por actos *inter vivos*, **previa autorización de la Autoridad Portuaria (AP)**, pasando a subrogarse el nuevo titular en los derechos y obligaciones del antiguo. Para que la AP autorice la transmisión, deben cumplirse como mínimo los **requisitos** previstos en el art. 92 LPEMM:

- (1) *“Que el concesionario se encuentre al corriente en el cumplimiento de todas las obligaciones derivadas de la concesión.*
- (2) *Que el nuevo titular reúna los requisitos exigidos para el ejercicio de la actividad o prestación del servicio objeto de la concesión.*
- (3) *Que, desde su fecha de otorgamiento, haya transcurrido, al menos, un plazo de dos años.*
- (4) *Que no se originen situaciones de dominio del mercado susceptibles de afectar a la libre competencia dentro del puerto, en la prestación de los servicios portuarios o en las actividades y servicios comerciales directamente relacionados con la actividad portuaria, de acuerdo con lo establecido en el apartado 4.”*

Según el art. 98 LCSP al producirse una **sucesión por escisión en la figura del contratista**, el contrato continúa, y **Estrella Gestión de Puertos se subroga en los derechos y obligaciones** *“siempre que reúna las condiciones de capacidad, ausencia de prohibición de contratar, y la solvencia exigida al acordarse la adjudicación”*.

Dado que el art. 100 LPAP prevé como causa de extinción de la concesión la falta de autorización previa en caso de modificación por escisión en la personalidad jurídica del concesionario, su solicitud y obtención es imprescindible. Teniendo en cuenta la capacidad y solvencia de Estrella Gestión de Puertos, se descarta que puedan surgir contratiempos en relación con el traspaso de la concesión.

2. Calendario

De forma ilustrativa se presenta un calendario tentativo de los hitos más relevantes para llevar a cabo la reestructuración societaria propuesta.

Enero 2025	Distribución de dividendos en especie (las participaciones de Estrella Marruecos) de Estrella Mercancías a Estrella del Mar.
	Aportación no dineraria (las participaciones de Estrella Marruecos) a la cuenta 118 del PGC de Estrella Gestión de Puertos por su socio único, Estrella del Mar.
Marzo 2025	Elaboración del proyecto de segregación (art. 64 RDME) No será necesario ni el informe de los administradores sobre el proyecto de escisión del art. 67 RDME, ni el informe de los expertos independientes del art. 68 RDME, al tratarse de una segregación en favor de una sociedad íntegramente participada (art. 71 RDME).
	Obtención de la autorización de la Autoridad Portuaria para la transmisión de la Concesión de Santander.
Abril 2025	Puesta a disposición a socios y a representantes de los trabajadores del Proyecto Común de Fusión (30 días antes a la aprobación).
	Publicación de documentación en la página web y anuncio de su publicación en el BORME (30 días de antelación a la aprobación de la segregación y antes de la publicación de la convocatoria).
	Convocatoria de la junta general (al menos 30 días de antelación a la aprobación de la segregación).

Junio 2025	Celebración de la junta general y aprobación de la segregación.
	Publicación en el BORME y en la página web de la sociedad.
	Elevación a Público e inscripción en el Registro Mercantil.

3. Cautelas y garantías

En cualquier proceso de reorganización societaria es fundamental considerar las cautelas y garantías necesarias para minimizar riesgos. Esta sección se ha creado específicamente para detallar las más importantes y abordar otros aspectos relevantes.

Además de la **protección de los acreedores** ordinaria de las modificaciones estructurales que se recogen en el art. 13 RDLME, al tratarse de una segregación, también será aplicable el art. 70 RDME. Este artículo establece una **responsabilidad solidaria** entre las sociedades participantes en la segregación, **que prescribirá a los cinco años**.

Es crucial prestar especial atención a los términos del contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L., ya que este contrato es fundamental para las operaciones portuarias. Si el contrato incluye una **cláusula de cambio de control** que permita a Barcos Antón, S.L. rescindir el contrato en caso de alteración significativa en el accionariado de Estrella del Mar, es absolutamente imprescindible que Estrella del Mar obtenga un **waiver**. Este debe contener una renuncia formal a su derecho de resolución anticipada. En caso de no lograr obtener dicho **waiver**, será necesario realizar un **ajuste en el precio final de compra** para reflejar el potencial impacto negativo que implicaría.

Será necesario revisar los estatutos sociales de todas las sociedades intervinientes en la reestructuración, con especial atención a los de Estrella Gestión de Puertos, para identificar posibles **restricciones a la transmisión de participaciones**. Es fundamental asegurar el cumplimiento de los arts. 106 y ss. LSC. Esto resulta especialmente aplicable para la posterior compra de Estrella Gestión de Puertos por Atlas Capital.

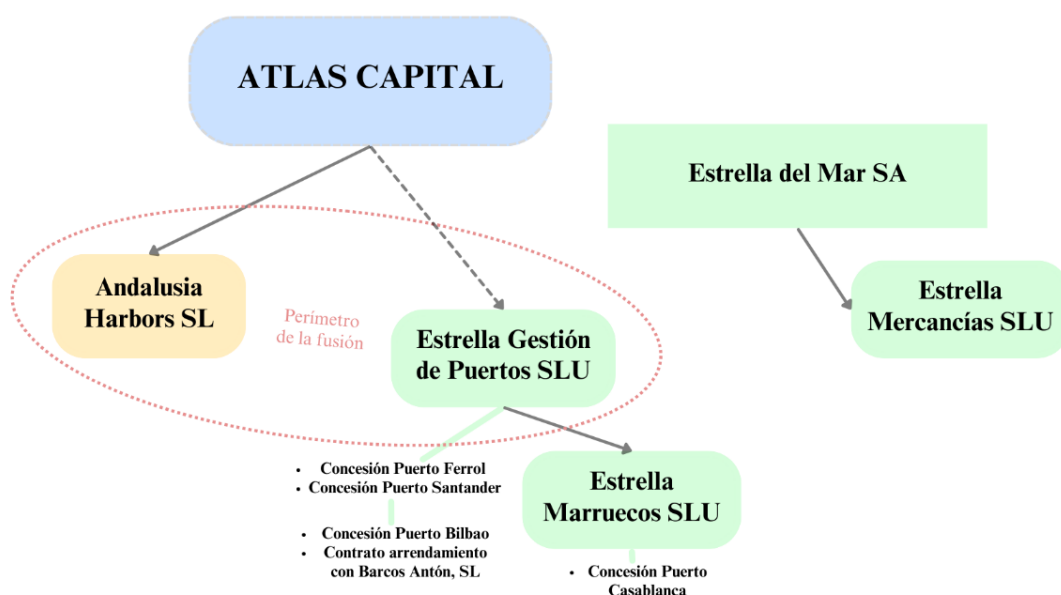
Es crucial **verificar si existe cualquier carga o gravamen sobre las participaciones**, para prever la oportuna **actuación previa al cierre** de la operación (por ejemplo, obtener la cancelación de la prenda y una declaración que asegure que están libres de cargas).

También se deberá tener presente que, dado que Atlas Capital ha adquirido Andalusia Harbors, y también se va a hacer con el control de Estrella Gestión de Puertos, puede tratarse de una operación de **concentración económica** que requiera de la presentación de una **notificación a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC)**⁹. Sin embargo, es necesario analizar más datos para comprobar si se cumplen las tasas necesarias para la notificación, así como los requisitos de los arts. 7 a 10 LDC.

Es esencial que la reestructuración se lleve a cabo como una **actuación previa al cierre** y antes de que Atlas Capital lleve a cabo su inversión y compre Estrella Gestión de Puertos. Deberá preverse como una **condición suspensiva**, pues la estructura societaria de la empresa que se busca adquirir debe estar debidamente organizada¹⁰.

Por último, se deberá prever en el SPA una **indemnity** por todas las contingencias laborales y fiscales relacionadas con la reestructuración.

Escenario posterior a la reorganización societaria:



⁹ CNMC. Trámites. Competencia. Notificación de Concentraciones. Disponible en: <https://sede.cnmc.gob.es/tramites/competencia/notificacion-de-concentraciones> (consulta: octubre 2024).

¹⁰ DEL VALLE DÍEZ, D., Firma (*signing*) y cierre (*closing*) en los contratos de compraventa de empresas (SPA), en *Economist & Jurist*, 2022. Disponible en: https://www.economistjurist.es/export.php?post_id=112520&v=1732824980 (consulta: octubre 2024).

Pregunta 2

¿En qué consiste el procedimiento sancionador iniciado por la CNMC contra Estrella del Mar? ¿Cuáles serían las potenciales consecuencias adversas derivadas del procedimiento y cómo se podrían proteger estos riesgos en el contrato de compraventa? ¿Se recomienda alguna estrategia adicional para mitigar el impacto negativo de la posible sanción?

1. Procedimiento sancionador

En diciembre de 2023 la CNMC incoa expediente sancionador a Estrella del Mar por una posible infracción del art. 1.1.c) de la LDC. El objeto de este expediente es determinar si las reuniones que el jefe de división de Estrella del Mar mantuvo con sus homólogos de otras cuatro compañías, se entienden como una **práctica concertada o conscientemente paralela** que tiene por objeto impedir, restringir o falsear la competencia todo o en parte del mercado nacional, y que consisten específicamente en el **reparto de mercado para maximizar los beneficios económicos**.

Es importante destacar que la CNMC utiliza sus propias definiciones y criterios para determinar cuál es el mercado afectado por una conducta anticompetitiva. La metodología habitual de identificación de mercados tiene en cuenta dos aspectos:

- i) Mercado de **producto**: Se refiere a los productos y servicios que pueden ser intercambiables o sustituibles. Atendiendo a la Clasificación NACE (Nomenclatura Estadística de Actividades Económicas) establecida por la UE¹¹, el mercado de producto afectado sería el de la explotación de puertos, correspondiente a la sección H, grupo 52.22, “*Actividades auxiliares del transporte marítimo y por vías navegables interiores*”.

¹¹ La versión actualizada de la clasificación está recogida en el Reglamento Delegado (UE) 2023/137 de la Comisión de 10 de octubre de 2022 que modifica el Reglamento (CE) n. o 1893/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2.

- ii) Mercado **geográfico**: De acuerdo con la Comunicación de la Comisión sobre la definición de mercados de referencia¹², este abarcará “*la zona en que las empresas afectadas desarrollan actividades de [...] prestación de los servicios de referencia, en la que las condiciones de competencia son suficientemente homogéneas y que puede distinguirse de otras zonas geográficas próximas debido, en particular, a que las condiciones de competencia en ella prevalecientes son sensiblemente distintas a aquéllas*”. Tratándose de la gestión de puertos, lo más probable es que el mercado geográfico afectado sea todo el territorio nacional.

Así, una definición ajustada a la que podría hacer la CNMC determinaría que el mercado afectado sería el de la **explotación portuaria a nivel nacional**.

2. Potenciales consecuencias adversas y protección contractual recomendada

De finalizar el procedimiento con una resolución sancionadora, Estrella del Mar sería declarada culpable de una **práctica colusoria por reparto de mercado** según art. 1.1.c) LDC, considerada **infracción muy grave** conforme al art. 62.4 LDC. Esto podría conllevar diversas **consecuencias** que se detallan a continuación, junto con **recomendaciones** para incluir mecanismos de protección contractual.

(i) Consecuencias económicas sobre el patrimonio de Estrella del Mar:

Estrella del Mar podría ser sancionada con una multa de hasta el 10% del volumen de negocios total mundial en el ejercicio inmediatamente anterior al de la imposición de la multa (art. 63 LDC) o, si no fuese posible delimitar esta métrica, con multa de más de 10 millones de euros (art. 63.3 LDC).

Se recomienda incluir en el SPA una cláusula de *specific indemnity* que permita a Atlas Capital reclamar a Estrella del Mar cualquier sanción económica impuesta por la CNMC relacionada con este procedimiento sancionador. Aunque en teoría esta previsión no sería necesaria¹³, es prudente incluirla como protección para el caso de que la CNMC termine declarando responsable bajo cualquier tipo de responsabilidad a Estrella Gestión de

¹² Comunicación de la Comisión relativa a la definición de mercado de referencia a efectos de la normativa comunitaria en materia de competencia; Diario Oficial nº C 372 de 9.12.1997, p. 5–13. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A31997Y1209%2801%29> .

¹³ La posible sanción que se derive recaería sobre Estrella del Mar y no sobre Estrella Gestión de Puertos, pues la CNMC ha abierto el expediente sancionador contra la primera y no contra la segunda.

Puertos. Si el riesgo se materializa, Atlas Capital podrá reclamar a Estrella del Mar el importe de la sanción que le corresponda asumir a Estrella Gestión de Puertos.

Adicionalmente, y de entre las **representaciones y garantías** que se incluyan en el SPA, deberá haber una mención expresa de Estrella del Mar asegurando que, a la fecha de la firma del contrato, no tiene conocimiento de la existencia de ningún otro procedimiento sancionador iniciado por la CNMC sobre ella o sobre cualquier sociedad perteneciente al grupo. Esta **warranty** asegura que, en caso de que se descubra la existencia de otros procedimientos sancionadores no revelados, Atlas Capital pueda reclamar a Estrella del Mar por cualquier daño o perjuicio derivado de los mismos¹⁴.

Finalmente, se recomienda intentar negociar la inclusión de otra **specific indemnity** que permita a Atlas Capital reclamar por cualquiera consecuencia económica derivada de posibles procedimientos iniciados por la CNMC con posterioridad a la fecha de cierre de la operación (*closing*), por conductas llevadas a cabo con anterioridad a esa fecha¹⁵. En la práctica es poco probable que el vendedor lo acepte, pues, por un lado, garantizar el cumplimiento de la normativa de competencia es más complejo y subjetivo que, por ejemplo, asegurar el cumplimiento de las obligaciones tributarias y, por otro lado, este tipo de cláusulas suelen cubrir riesgos conocidos tras la realización de una Due Diligence, no procedimientos inciertos o inexistentes¹⁶.

(ii) Consecuencias económicas sobre los Directivos de Estrella del Mar:

El jefe de división, así como cualquier otro representante legal o integrante del órgano directivo que hubiera intervenido en las conductas colusorias, podría ser sancionado con una multa de hasta 60.000 euros (art. 63.2 LDC), al ser el infractor una persona jurídica.

¹⁴ GÓMEZ POMAR, F. y GILI, M.^a A., «Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas», en SEBASTIÁN QUETGLAS/JORDANO LUNA (coords.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3.^a ed., Madrid [Wolters Kluwer], 2021, p.18 de la versión digital.

¹⁵ ÁLVAREZ ARJONA, J. M.^a, «Elementos comunes y la estrategia del cierre», en ÁLVAREZ ARJONA/CARRASCO (coords.), *Adquisiciones de empresas*, 5.^a ed., Cizur Menor (Navarra) [Aranzadi], 2019.

¹⁶ CUATRECASAS, «10 claves de litigación de M&A», *Cuatrecasas*, 2023. Disponible en: <https://www.cuatrecasas.com/resources/responsabilidad-vendedor-text-643e753fd2d48072285560.pdf?v1.46.1.20230406> (consulta: noviembre 2023).

Esta consecuencia recaería sobre el patrimonio de los directivos y/o representantes de Estrella del Mar. Por lo tanto, no se prevé su cobertura contractual, pues no afectaría en ningún caso a Atlas Capital, ni a Estrella Gestión de Puertos.

Además, se recomienda a Atlas Capital **evitar la contratación del jefe de división de Estrella del Mar**, así como de cualquier persona que se tenga conocimiento de haber participado, de manera directa o indirecta, en las reuniones o posible reparto de mercado.

(iii) Consecuencias derivadas de la aplicación privada del Derecho de la Competencia (“*private enforcement*”):

En este contexto y, dada la naturaleza del mercado, la conducta afecta principalmente a competidores (y no tanto a consumidores). Los competidores que consideren que su posición en el mercado se ha visto menoscabada¹⁷ consecuencia de la conducta ilícita de Estrella del Mar, podrán reclamar el pleno resarcimiento de los daños causados, incluyendo tanto el daño emergente como el lucro cesante (art. 72 LDC).

Para proteger el riesgo de enfrentarse a este tipo de reclamaciones se recomienda la inclusión en el contrato una *specific indemnity*. Con esta cláusula se permitiría a Atlas Capital reclamar a Estrella del Mar toda consecuencia económica asumida por Estrella Gestión de Puertos derivada de cualquier pleito de *private enforcement* en relación con el procedimiento sancionador.

Existe también un riesgo, aunque bastante reducido, de que un competidor intente anular el contrato de concesión del puerto de Santander. No obstante, en la práctica, la resolución de contratos por terceros es algo muy poco común y dado que las posibilidades de que esto suceda son muy remotas, no se prevé la necesidad de protección adicional.

(iv) Extinción de la concesión:

Es importante señalar que la extinción de una concesión por revisión de oficio es un evento muy poco común y altamente improbable que suceda. La Ley de Puertos establece las causas de extinción de las concesiones (art. 96 LPEMM). De las nueve causas previstas, este supuesto solo podría llegar a encuadrarse en la causa de extinción por

¹⁷ La afectación sobre la posición de mercado se mide en comparación con la posición que tendrían en ausencia de dicha infracción.

revisión de oficio conforme a los casos previstos en la antigua Ley 30/1992. En la actualidad, esta referencia puede entenderse hecha a la LPACAP.

Según el art. 107 de la LPACAP, la Administración puede revisar de oficio, previa declaración de lesividad para el interés público, los actos que sean anulables conforme a lo dispuesto en el artículo 48 de dicha ley. Es decir, serán revisables de oficio los actos que incurran en cualquier infracción del ordenamiento jurídico. Sin embargo, y aunque del procedimiento sancionador se concluyera que Estrella del Mar ha incumplido la LDC, el acto por el cual la Administración otorga la concesión no puede considerarse un acto anulable, ya que en ese acto concreto no ha habido ninguna infracción al ordenamiento jurídico. En todo caso, la infracción se habría producido en la conducta llevada a cabo por Estrella del Mar, y no en el otorgamiento de la concesión. Por lo tanto, no se considera viable que la Administración, apoyándose en los procedimientos legales aplicables, pueda extinguir la concesión.

La posibilidad de que una concesión se extinga por revisión de oficio en estas situaciones es remota y poco probable. Sin embargo, dado que el precio final de venta se fija considerando la transmisión de cuatro concesiones, si finalmente solo se pueden explotar tres, el precio pagado no debería ser el mismo. En este contexto, se recomienda hacer una estimación realista del valor de la concesión del puerto y, mediante un **contrato de escrow**, destinar un porcentaje acordado a esta cuenta¹⁸. Si la Administración extingue la concesión en un plazo de cuatro años, Atlas Capital recuperará el dinero depositado en la cuenta de escrow. Si esto no ocurre, la cantidad se liberará a favor del grupo vendedor.

(v) Impacto reputacional:

No se puede obviar el impacto reputacional que tienen las resoluciones de la CNMC, tanto por su publicidad (ex. art. 69 LDC) como por el seguimiento mediático que tiene la defensa de la competencia en los últimos años. Sin embargo, ya que este tipo de daños son difícilmente cuantificables, se trata de un riesgo ya conocido y que se debe asumir.

(vi) Prohibición de contratar:

De acuerdo con el art. 71.1.b) de la LCSP, también se podrían enfrentar a una prohibición de contratación con la Administración Pública. Aunque este artículo prevé la prohibición

¹⁸ Por ejemplo, el 70% del valor estimado de la concesión de Santander se depositará en la cuenta de *escrow*.

solo para las conductas calificadas como graves, su aplicación se ha extendido a las conductas muy graves¹⁹, como la que podría declararse en este procedimiento.

Esta consecuencia sería la más relevante y causaría el impacto más significativo. Para mitigar las consecuencias derivadas del riesgo de prohibición de contratar con la Administración Pública, se recomienda incluir una **condición resolutoria** en el SPA, que condicione la operación a que no se imponga dicha prohibición a ninguna sociedad del grupo adquirida por Atlas Capital.

Para una empresa que opera en el ámbito de la contratación pública y las concesiones portuarias, una prohibición de este tipo paralizaría sus actividades y ello resultaría en una pérdida drástica de valor. Esta condición permitiría resolver el contrato, evitando incurrir en un incumplimiento contractual y sin necesidad de recurrir a la restrictiva doctrina de *rebus sic stantibus*²⁰.

Por último, y como recomendación adicional, en caso de que ninguna de las otras empresas participantes en la práctica anticompetitiva hubiera presentado información que llevase a la CNMC a ordenar el desarrollo de la inspección, sería recomendable plantearse ser la primera en **solicitar el programa de clemencia** y aportar elementos de prueba que permitan comprobar la infracción para poder obtener la exención de pago de la multa por el art. 65.1.b) LDC. Si funcionase esta posibilidad, la exención también podría alcanzar al jefe de división de Estrella del Mar (art. 65.4 LDC), a la posible prohibición de contratar (artículo 65.5 LDC) y a la responsabilidad por daños frente a particulares (artículo 73.5 LDC), lo que hace que sea una de las mejores líneas que seguir.

¹⁹ Este mecanismo (prohibición de contratar por infracción muy grave en materia de falseamiento de competencia) se activó por primera vez con la Resolución del Consejo de 14 de marzo de 2019 en el Expediente S/DC/0598/16 *Electrificación y Electromecánicas Ferroviarias*; pág. 317-320.

²⁰ CARRASCO PERERA, A., «La renuncia a la regla rebus sic stantibus en un contrato de compraventa de empresa» *Gómez Acebo & Pombo, Análisis Mercantil*, 2024. Disponible en: https://ga-p.com/wp-content/uploads/2024/04/Renunciar_rebus.pdf (consulta: noviembre 2024).

Pregunta 3

¿Cuál es el alcance y las posibles consecuencias del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros S.A., y qué estrategia debería seguirse para mitigar su impacto en la operación? ¿Qué profesionales deberían intervenir y cuál sería la estimación de sus honorarios?

1. Alcance y consecuencias del procedimiento judicial

Se sabe que hay un procedimiento judicial en curso iniciado por Generali Seguros S.A. Se reclaman 36.000€ por los daños sufridos en una plataforma elevadora en el puerto de Bilbao, ocasionados por una grúa pórtico propiedad de Estrella del Mar.

Este litigio representa un **riesgo financiero** significativo debido a los posibles pasivos contingentes. Aunque la grúa que causó los daños pertenece a Estrella del Mar, es probable que la gestión del litigio recaiga en Estrella Gestión de Puertos, al estar relacionado con la gestión portuaria y no con la actividad de transporte. Esto tiene un impacto en la operación, en la medida en que, si la sentencia es condenatoria, será Estrella Gestión de Puertos quien haga frente al pago de la condena por los daños causados.

Para proteger esta contingencia en el SPA no se recurrirá a mecanismos como el ajuste del precio final de la operación, pues se pretende que la valoración de la sociedad no se vea afectada por el procedimiento. En cambio, y dado que existe la posibilidad de tener que hacer frente al pago de, al menos, 36.000€, se deberá buscar una protección contractual para que este riesgo no lo asuman ni Atlas Capital ni Estrella Gestión de Puertos. Para ello, se ha diseñado una estrategia específica.

Al tratarse de un daño potencial y no real, Atlas Capital deberá asegurar la inclusión en el contrato de una cláusula de ***specific indemnity*** que cubra el valor total de la **cuantía litigiosa y las costas procesales**. En caso de que la contingencia prevista se materialice, será necesario probar el daño para activar el mecanismo de resarcimiento, por ejemplo, mediante la presentación de la sentencia condenatoria. De esta manera, Estrella del Mar asumirá íntegramente las consecuencias económicas negativas derivadas del litigio.

Además, se recomienda que, entre las **representaciones y garantías** del contrato, Estrella del Mar asegure que, a fecha de la firma del contrato, no hay ningún otro litigio contra ella o alguna sociedad perteneciente a su grupo que pueda estar relacionado o afectar a la gestión portuaria. Esta **warranty** asegura que, en caso de descubrirse la existencia de

litigios no revelados, Atlas Capital pueda reclamar a Estrella del Mar por cualquier daño o perjuicio derivado de dichos litigios.

2. Profesionales que intervienen y honorarios

De entre otros profesionales que pueden intervenir en este procedimiento judicial, como el juez, ministerio fiscal, letrado de la administración de justicia o peritos, se destacan las figuras del abogado y el procurador.

2.1. Abogado

La intervención de abogado es preceptiva en este procedimiento, ya que se no se encuadra en ninguno de los supuestos previstos en el art. 31 de la LEC que permiten actuar sin la asistencia de un letrado. Según el art. 7 del EGA, se requiere que este profesional posea el título oficial que habilita para el ejercicio de la profesión y esté incorporado a un Colegio de la Abogacía en calidad de ejerciente.

Las partes pueden **acordar libremente el importe de los honorarios** por los servicios profesionales prestados (art.26 EGA), incluyendo la posibilidad de establecer un pacto de *cuota litis*. Para su cálculo suelen considerarse distintos factores, como el nivel de complejidad del asunto, el tiempo estimado de dedicación o el trabajo efectivamente realizado.

En la práctica judicial, se suelen utilizar como medida para la cuantificación los criterios orientadores que publican los colegios de abogados, aunque el Tribunal Supremo²¹ (TS) ha consolidado doctrina afirmando que permitir a los colegios de abogados “*el establecimiento de reglas específicas y pormenorizadas referidas a actuaciones profesionales concretas y que conduzcan directamente a una determinada cuantificación de los honorarios*” resultaría contrario a la Ley sobre Colegios Profesionales y a la LDC, pues se tratarían de recomendaciones colectivas de precios.

Pese a que estos baremos no deben utilizarse para cuantificar honorarios, a modo ejemplificativo, podrían estimarse en 3.336€ según los baremos orientadores acordados en 2006 por el Consejo Vasco de la Abogacía (asumiendo que el procedimiento se desarrolla en Bilbao por ser el domicilio del demandado, ex art. 51 LEC).

No obstante, el importe final dependerá del acuerdo alcanzado entre las partes.

²¹ STS (Sala 1.ª) de 22 de diciembre de 2022 (FJ quinto) (RJ 2022, 1749).

2.2. Procurador

La intervención de un procurador es igualmente imprescindible en este procedimiento, pues no se encuadra en las circunstancias que el art. 23 LEC permite a los litigantes comparecer en juicio por sí mismos. El procurador deberá poseer el título oficial que habilita para el ejercicio de la profesión y estar incorporado a un Colegio en calidad de ejerciente (art. 15 del EGP).

El RD 434/2024, de 30 de abril, modifica el sistema arancelario de la Procura, cambiando de un sistema de aranceles mínimos obligatorios, a un sistema de **aranceles máximos**. A diferencia de lo que ocurre con los abogados, las partes no pueden acordar libremente el importe de la retribución a los procuradores, ya que esta libertad se limita a cualquier cantidad inferior a la prevista en el arancel.

En este procedimiento de cuantía determinada en 36.000€, el importe máximo que el profesional de la procura podría percibir es de 714€.

Pregunta 4

**¿Qué aspectos deben considerarse al solicitar un compromiso de no competencia?
¿Podría pactarse por una duración de 5 años y aplicable a la región del Mediterráneo?**

1. Pacto de no competencia

Existe la preocupación de que el grupo vendedor pueda continuar compitiendo con el negocio de gestión portuaria tras la desinversión, lo que plantea la necesidad de incluir un compromiso de no competencia. Aunque este pacto no se mencione explícitamente en el contrato, sería igualmente exigible debido a la obligación legal de cumplir los contratos con buena fe (ex art. 1258 CC y art. 57 Ccom). El TS²², en esta misma línea, ha establecido que, en el contexto de una transmisión de empresa, el vendedor tiene dos obligaciones: transmitir el *know-how* y “*abstenerse de realizar una actividad competitiva en relación con la actividad empresarial transmitida*”, lo cual equivale a un pacto de no competencia.

²² STS (Sala 1.ª) de 9 de mayo de 2016 (FD sexto) (RJ 2016, 2063).

Aun así, se recomienda incluir este pacto en el contrato para garantizar que Atlas Capital reciba el valor íntegro de la sociedad adquirida y proteger el fondo de comercio (*goodwill*). Esto le permitirá explotar la sociedad en condiciones normales de mercado y asegurará que Estrella del Mar no desvíe la clientela adquirida. Además, se abstendrá y asegurará de que cada una de las sociedades del grupo se abstenga de ejercer o dedicarse a cualquier actividad que compita con el negocio transmitido, directa o indirectamente.

Si Estrella del Mar incumple el pacto, se le podrá reclamar una indemnización por los daños y perjuicios causados. Para ello se recomienda prever en el contrato una **cláusula penal**, y acudir a la misma en caso de incumplimiento para ver la responsabilidad y cantidades que se hubiera comprometido a asumir.

Entre otros, son aspectos relevantes para tener en cuenta:

(i) **El alcance de la restricción.** Es crucial que se defina de forma clara y específica para evitar ambigüedades. Esto implica detallar qué actividades y servicios están sujetos a la restricción. Para cubrir los intereses legítimos de Atlas Capital, la cobertura deberá limitarse a las actividades directamente relacionadas con la gestión portuaria.

(ii) **La duración de la restricción.** Se debe analizar cuánto tiempo es necesario y razonablemente útil que la prohibición de competencia persista.

(iii) **El área geográfica afectada.** Limitada en proporción a los intereses que se buscan proteger. Deberá abarcar un área que no sea desproporcionadamente amplia, pero que proteja aquellos lugares donde se tiene una presencia significativa.

2. Duración y ámbito geográfico del compromiso

Se ha evaluado la posibilidad de establecer una duración de cinco años para el compromiso de no competencia, pero ello no será viable. Aunque no existe una regulación expresa, un plazo así excede de lo razonablemente útil para proteger el valor de la empresa adquirida²³.

Se recomienda a Atlas Capital que la prohibición de no competencia tenga una **duración máxima de 2 años**. Aunque la Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de

²³ STS (Sala 1.ª) de 18 de Mayo de 2012 (FD sexto) (RJ 2012, 406).

2000²⁴, permite cláusulas de hasta tres años cuando se transfiere la clientela y conocimientos técnicos, la práctica habitual y la jurisprudencia mayoritaria vienen considerando excesivas cláusulas de duración superior a los dos años.

En cuanto a la delimitación geográfica de la restricción propuesta, se descarta que abarque la región del Mediterráneo. Esta área es desproporcionadamente amplia y abarca zonas en donde nunca se ha tenido una presencia significativa.

Atlas Capital adquirirá los puertos de Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca. Ninguno de estos puertos se encuentra en la región del Mediterráneo. Por lo tanto, en caso de que la cláusula sea impugnada, es muy probable que un juez considere ilógico prohibir la competencia en áreas geográficas donde no se está operando.

Con el fin de proteger las zonas geográficas donde sí se tiene una presencia significativa, se considera conveniente que la delimitación abarque el mar Cantábrico.

En cuanto al puerto de Casablanca, es necesario evaluar si su inclusión en la delimitación geográfica es estratégica. Si consideramos que es un puerto clave, sería prudente ampliar la delimitación para incluir la costa atlántica de Marruecos.

Por lo tanto, se propone que la delimitación geográfica de la restricción **abarque el mar Cantábrico y la costa atlántica de Marruecos**. Esta delimitación garantizará una protección adecuada del negocio adquirido, asegurando que Atlas Capital pueda operar sin interferencias competitivas. Además, esta cláusula no excederá de lo razonablemente útil y conveniente para proteger el valor de la Estrella Gestión de Puertos.

²⁴ Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000 (COMP/M.2077 Clayton Dubilier & Rise/Italtel, apartado 15). Disponible en: https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m2077_en.pdf.

CONCLUSIONES INFORME ATLAS CAPITAL

Reorganización societaria

Tras haber analizado diversas estrategias de reorganización societaria para garantizar que la actividad de gestión portuaria quede bajo el control de Estrella Gestión de Puertos, se propone la siguiente reestructuración que se estima pueda completarse en un plazo aproximado de seis meses:

Para Estrella Marruecos se recomienda que su socio único, Estrella Mercancías, distribuya dividendos en especie y transfiera sus participaciones a la matriz, Estrella del Mar. Seguidamente, Estrella del Mar aportará estas participaciones de Estrella Marruecos como contribución no dineraria a la cuenta 118 del PGC de Estrella Gestión de Puertos.

Para Estrella del Mar la segregación es la opción más conveniente, al transferir en bloque por sucesión universal todos los activos y pasivos relacionados con la gestión portuaria a Estrella Gestión de Puertos. Esto incluye el contrato de arrendamiento de barcos y la concesión portuaria de Santander, previa autorización por parte de la Autoridad Portuaria.

Es fundamental considerar una serie de cautelas y garantías para minimizar los riesgos en la operación. Entre ellas se incluyen la protección reforzada de los acreedores, la revisión de los términos de los contratos, la verificación de cargas o gravámenes sobre las participaciones, la notificación a la CNMC y la necesidad de realizar la reestructuración como actuación previa al cierre de la operación.

Procedimiento sancionador de la CNMC

En diciembre de 2023 la CNMC inició un expediente sancionador contra Estrella del Mar por una posible infracción relacionada con prácticas colusorias por reparto de mercado. De finalizar con una resolución sancionadora, las consecuencias podrían ser significativas. Entre otras, podrían derivarse consecuencias económicas por sanciones y de *private enforcement*, para cuya protección se recomienda incluir en el SPA cláusulas de *specific indemnities*; la extinción de la concesión de Santander, para lo que se recomienda utilizar un contrato de *escrow*; o la consecuencia más significativa que es la prohibición de contratación con la Administración Pública a cualquier empresa del grupo, que se consideraría como condición resolutoria.

Procedimiento judicial por daños

Generali Seguros S.A ha iniciado un procedimiento judicial en reclamación de 36.000€ por daños en una plataforma elevadora. Para mitigar el riesgo financiero que representa se recomienda incluir en el contrato una cláusula de *specific indemnity* que cubra el valor total de la cuantía litigiosa y las costas procesales. Además, se debe asegurar que, a fecha del *closing*, no hay otros litigios que puedan afectar a la gestión portuaria en los que Estrella del Mar o alguna sociedad del grupo sean parte demandada.

En este procedimiento la intervención de abogado es preceptiva, y sus honorarios pueden acordarse libremente entre las partes. A modo ejemplificativo, podrían estimarse en 3.336€, aunque el importe final dependerá del acuerdo alcanzado. La intervención de procurador también es necesaria, y sus honorarios están regulados por aranceles máximos. En este caso, el importe máximo sería de 714€.

Pacto de no competencia

Para garantizar que grupo vendedor no compita con el negocio de gestión portuaria después de su desinversión, se recomienda incluir un compromiso de no competencia, acompañado de una cláusula penal que facilite la reclamación de responsabilidad en caso de incumplimiento.

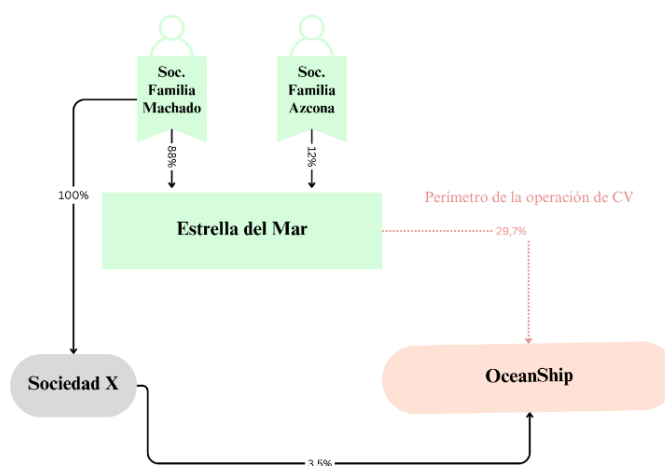
Para que este compromiso sea efectivo, se deben tener en cuenta los siguientes aspectos:

- (i) Alcance de la restricción: limitado a las actividades directamente relacionadas con la gestión portuaria.
- (ii) Duración de la restricción: máximo 2 años, pues una duración superior podría considerarse excesiva.
- (iii) Área geográfica afectada: el mar cantábrico y la costa atlántica de Marruecos, donde Atlas Capital tiene una presencia significativa.

PARTE 2: INFORME EMITIDO A PETICIÓN DE ESTRELLA DEL MAR

Estrella del Mar planea adquirir una participación en OceanShip S.A. (en adelante, “OceanShip”) una sociedad cotizada española que lidera el transporte de mercaderías por el Mediterráneo. Para llevar a cabo esta operación se consideran dos alternativas: adquirir una participación minoritaria de alrededor de un 29,7% o llevar a cabo una fusión por absorción con OceanShip como sociedad absorbente.

Escenario 1: Operación de compra de participación minoritaria (29,7%)



Pregunta 1

¿Es posible estructurar la operación de compra de una participación del 29,7% en OceanShip sin que surja la obligación de lanzar una oferta pública de adquisición? En caso de que no sea viable, ¿En qué condiciones se articularía la compraventa? ¿Cómo podría afectar a Estrella del Mar el programa de recompra de acciones que planea el Consejo de OceanShip?

1. Compra del 29,7% de OceanShip

La familia Machado apoya la opción de que Estrella del Mar adquiriera una participación minoritaria de aproximadamente un 29,7% en OceanShip. Sin embargo, esta operación podría implicar la necesidad de lanzar una oferta pública de adquisición (“OPA”) obligatoria, debido a que la familia posee el 88% de las acciones de Estrella del Mar (siendo su accionista de control) y el 100% de una sociedad patrimonial (en adelante, “Sociedad X”) que tiene una participación del 3,5% en OceanShip.

A este respecto, es importante tener en cuenta que los miembros de la familia Machado no actúan de forma individual e independiente, sino de manera organizada y concertada a través de una sociedad patrimonial, la Sociedad Familia Machado.

En el contexto de sociedades cotizadas, las OPAs tienen lugar cuando una persona o entidad realiza una oferta pública para adquirir acciones de una sociedad (*target*) que cotiza en bolsa. En este caso, la idea es que se trate de una OPA parcial pues se busca adquirir solo una parte de las acciones de OceanShip. Podrá considerarse amistosa “*si se presentan tras un acuerdo entre la sociedad oferente y los accionistas significativos o el consejo de administración de la sociedad opada*”²⁵, u hostil, si no cuenta con este apoyo.

Es fundamental tener presente que existe la obligación legal de formular OPA por la totalidad de los valores cuando se va a adquirir una participación de control. En tales casos, y con el objetivo de proteger a los accionistas que cuentan con una participación minoritaria en la sociedad²⁶, la oferta deberá dirigirse por un precio equitativo, por la totalidad de las acciones de la sociedad y dirigida a todos sus titulares (art. 3 RDOPA)²⁷.

Una de las maneras en que se puede adquirir esta **participación de control** es en el supuesto de que se “*alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100*” (art. 4. 1. a. RDOPA), o bien “*cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y 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, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad*” (art. 4. 1. b. RDOPA).

De cara a analizar si Sociedad Familia Machado alcanzaría un porcentaje de derechos de voto superior al 30% en OceanShip, es necesario considerar que, a los efectos de cómputo

²⁵ CNMV. Guía rápida de CNMV. Las opas. Qué son y cómo actuar. CNMV. Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/inversor/opas.aspx?lang=es> (consulta: noviembre 2024).

²⁶ Se busca asegurar que los accionistas minoritarios puedan vender sus acciones en condiciones justas.

²⁷ REDONET, J., OEREDA, J. y PAREDES, C., «Ofertas públicas de adquisición de valores (I)» En SEBASTIÁN QUETGLAS/JORDANO LUNA (coords.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3.ª ed., Madrid [Wolters Kluwer], 2021, p. 562 a 580.

de los derechos de voto, las tres sociedades (Sociedad Familia Machado, Estrella del Mar y Sociedad X), a la vista del art. 5. 1. a) RDOPA, pertenecen al mismo **grupo** empresarial.

Según el art. 4 de la LMV, en relación con el art. 42 del Ccom, se reconoce la existencia de un grupo “*cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras*”. Dado que la Sociedad Familia Machado, posee una participación de control en Estrella del Mar, y el 100% de las acciones de la Sociedad X, se considera a los efectos aquí relevantes, que **ostenta el control de ambas sociedades** y que, por consiguiente, todas ellas pertenecen al mismo grupo.

Por lo tanto, y aunque se pretende que Estrella del Mar adquiriera un 29,7% de las acciones de OceanShip, hay que tener presente que la Sociedad Familia Machado, a través de la Sociedad X ya ostenta un 3,5% de sus acciones. Al sumar este 3,5% al 29,7% que adquirirá Estrella del Mar, **se alcanzaría una participación de control al tener un porcentaje de derechos de voto del 33,2%** en OceanShip. Esto, de acuerdo con el art. 3. 1. a) RDOPA, hace imposible estructurar la operación de compra de acciones sin que surja la obligación de **lanzar una OPA obligatoria**.

Una manera de sortear esta obligación sería **solicitar una dispensa a la CNMV**. El art. 4.2. RDOPA), en relación con el art. 131.2 LMV precisan que la CNMV podrá dispensar la obligación de formular OPA por alcanzar un porcentaje de voto superior al 30%, si otro accionista tiene una participación superior, la mantiene tras la compra, y el beneficiario de la dispensa no designe a más de la mitad de los miembros del órgano de administración.

Se recomienda a Estrella del Mar considerar la opción de **reducir la participación que pretende adquirir** en OceanShip, de manera que no alcance el porcentaje de votos necesario para tener una participación de control. Esto permitiría evitar la obligación de lanzar una OPA. Sin embargo, es importante tener en cuenta que, según el artículo 4.1.b del RDOPA, esta obligación podría reactivarse si en los próximos 24 meses se nombran consejeros que representen más de la mitad del consejo de administración.

2. Condiciones, porcentaje y procedimiento

Suponiendo que Estrella del Mar realiza la inversión planeada, su porcentaje de voto elevaría hasta un 33,2%, quedando superado el umbral del 30%, y estando Estrella del

Mar obligada por el art. 3. 1. a) del RDOPA a lanzar una **OPA obligatoria por el 100% de las acciones de OceanShip.**

El procedimiento para formular OPA obligatoria puede resumirse de la siguiente forma:

1. Anuncio de la oferta, solicitud de autorización y folleto explicativo (arts. 16, 17 y 21 RDOPA)

La decisión de formular la oferta deberá hacerse pública y difundirse en los términos previstos en el art. 16.2 RDOPA. Desde este momento, la oferta será irrevocable e incondicionada (art. 30 RDOPA).

Al tratarse de una OPA obligatoria, se deberá solicitar una autorización a la CNMV a través de: “*un escrito de solicitud de autorización suscrito por el oferente o persona con poder para obligarle que deberá contener las principales características de la operación*” (art. 17.1 RDOPA). Junto con este escrito, se deberá incluir la documentación que acredite el acuerdo de promover la OPA y el folleto explicativo de la misma. La solicitud de autorización deberá presentarse “*durante el mes siguiente a la fecha en la que surja la obligación de formular la oferta*” (art. 17.2 RDOPA).

El folleto explicativo debe incluir toda la información relativa a la OPA que se establece en el anexo del RDOPA. Entre otras, información sobre la sociedad afectada, el oferente, los acuerdos sobre la oferta, los valores a los que se dirige y la contraprestación ofrecida.

La CNMV dispone de un plazo de siete días hábiles para revisar la solicitud y declarar su admisión a trámite si (i) el folleto no contiene errores, (ii) no falta documentación y (iii) no se incumple el RDOPA. Si no se pronuncia en ese plazo, se entenderá admitida a trámite.

Una vez admitida, la CNMV dispone de veinte días hábiles desde la recepción de la solicitud para autorizar o denegar la oferta, notificándolo, entre otros, al oferente y a la sociedad afectada. Además, publicará el acuerdo en su página web.

2. Publicación de la oferta por el oferente (art. 22 RDOPA)

Desde la notificación de la autorización de la oferta por la CNMV, el oferente dispone de cinco días hábiles para proceder a la difusión pública y general de la oferta. Esta difusión

deberá comprender, como mínimo, la publicación de los anuncios pertinentes en el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores y en un periódico de difusión nacional.

3. Plazo de aceptación (art. 23 RDOPA)

El art. 23 del RDOPA establece las condiciones del plazo de aceptación indicando: “*El plazo para la aceptación de la oferta se fijará por el oferente, no siendo inferior a quince días naturales ni superior a setenta, contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primer anuncio a los que se refiere el artículo 22*”.

Previa comunicación a la CNMV, el plazo de aceptación inicialmente fijado podrá ampliarse, siempre que no se superen los setenta días.

4. Informe del órgano de administración e información a los trabajadores (arts. 24, 25 Y 26 RDOPA)

El órgano de administración de OceanShip deberá elaborar un informe sobre la OPA dentro de los diez días naturales siguientes al inicio del plazo de aceptación y enviarlo a la CNMV para su inclusión en el expediente. En él, deberá expresar las observaciones a favor o en contra de la oferta, lo que determinará si la OPA es amistosa u hostil.

Una vez se haya hecho pública la oferta y publicado el folleto, la sociedad opada y el oferente deberán informar de la OPA a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores.

En caso de que se trate de una operación de concentración económica, será necesario acreditar a la CNMV la notificación de la operación a las autoridades de la competencia.

5. Aceptación de la oferta y liquidación de operaciones (arts. 35, 36 y 37 RDOPA)

Las declaraciones de aceptación no podrán estar condicionadas y podrán revocarse hasta antes del último día del plazo de aceptación (art. 34 RDOPA). Durante este periodo, el oferente y la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores correspondiente deberán informar a la CNMV, cuando ésta lo solicite, sobre las aceptaciones presentadas y no revocadas.

Dentro de los cinco días hábiles posteriores a la finalización del plazo de aceptación, se deberá informar a la CNMV del número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas. Desde que lo conozca, la CNMV en un plazo de

dos días hábiles, comunicará el resultado positivo o negativo, dependiendo de si se ha alcanzado el número mínimo de valores señalado en la oferta y de si se han cumplido las condiciones para su eficacia. El resultado se publicará en el Boletín de Cotización.

Si el resultado es positivo, y cuando la contraprestación sea dineraria, la oferta se liquidará “por el procedimiento establecido para ello por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear)”.

De forma ilustrativa, este procedimiento podría describirse en el siguiente calendario tentativo de plazos máximos:

D	1 ^{er} mes	Anuncio de la oferta
Hasta D+30	1 ^{er} mes	Plazo máximo para la solicitud de autorización a la CNMV y presentación del folleto explicativo.
Hasta D+37	2 ^{ndo} mes	Plazo máximo para que la CNMV revise la solicitud y declare su admisión a trámite (7 días hábiles desde la solicitud).
Hasta D+57	2 ^{ndo} mes	Plazo máximo para que la CNMV autorice o deniegue la oferta (20 días hábiles desde la admisión a trámite).
Hasta D+62	3 ^{er} mes	Plazo máximo para que el oferente proceda a la difusión pública y general de la oferta (5 días hábiles desde la autorización).
De D+63 a D+118	3 ^{er} a 4 ^{to} mes	Plazo de aceptación de la oferta (mínimo 15 y máximo 70 días naturales desde el día hábil bursátil siguiente a la publicación del primer anuncio).
Hasta D+73	3 ^{er} mes	Plazo máximo para que el órgano de administración de OceanShip elabore y envíe el informe sobre la OPA a la CNMV (10 días naturales desde el inicio del plazo de aceptación).
Hasta D+123	5 ^{to} mes	Plazo máximo para informar a la CNMV del número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas (5 días hábiles tras finalizar el plazo de aceptación).
Hasta D+125	5 ^{to} mes	Plazo máximo para que la CNMV comunique el resultado de la oferta (2 días hábiles desde la recepción de la información).
Tras el resultado positivo		Liquidación de la oferta.

3. Programa de recompra de acciones

Se sabe que OceanShip planea implementar en los próximos meses un programa de recompra de acciones que podría afectar hasta a un 1% del capital en circulación. Este tipo de actuaciones, además de beneficiar y retribuir a los accionistas actuales, suelen ser indicativas de una sólida salud financiera, pues lanzan un mensaje al mercado sugiriendo que la empresa dispone de la liquidez suficiente para invertir en sí misma²⁸.

No obstante, la implementación de este programa podría conllevar a que OceanShip se encontrara en la situación prevista por el art. 12 RDOPA referente a la **obligación de realizar una OPA por reducción del CS mediante adquisición de acciones propias**.

El supuesto de hecho consiste en la obligación de formular OPA cuando la reducción del CS se realice a causa de la compra y amortización por una sociedad de sus propias acciones. Si bien el propio art. 12.2 RDOPA exceptúa la obligación “*Cuando dicha compra se realice según lo previsto en el Reglamento (CE) N.º 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros y no exceda del 10 por ciento del capital con derecho de voto de la sociedad [...]*”.

Dado que inicialmente solo afectaría a un 1% del capital en circulación, **se descarta la necesidad de que la propia empresa esté obligada a formular una OPA**. Sin embargo, la aprobación del programa tendrá un impacto en los accionistas actuales y potenciales.

Si Estrella del Mar **aun no hubiese realizado su inversión**, el programa de recompra le afectaría al encontrar una menor cantidad de acciones de OceanShip disponibles en el mercado. Esto, aparte de dificultar su adquisición, suele llevar aparejado un aumento en el precio de las acciones existentes. Con menos títulos en circulación, el valor de cada acción tiende a incrementarse, pues la disminución en la oferta suele intensificar la competencia por las acciones restantes, y llevar a un aumento en su precio de cotización.

Por el contrario, si el programa de recompra tuviese lugar **después de que Estrella del Mar haya realizado su inversión**, las implicaciones serían otras.

²⁸ Aunque a su vez también es indicativo de que considera que sus acciones están infravaloradas.

Se deberá considerar cuál es la inversión que se realiza. Si se sigue el escenario planteado en el primer epígrafe de esta pregunta (adquirir el 29,7%, sumado al 3,5% que ya se tiene), como Estrella del Mar ya vendría igualmente obligada a lanzar OPA, el programa de recompra no tendría impacto. Sin embargo, si para sortear esta obligación se hubiese decidido reducir el porcentaje de participación a adquirir, el programa de recompra podría activar nuevamente esta obligación, aunque se hayan reducido los porcentajes.

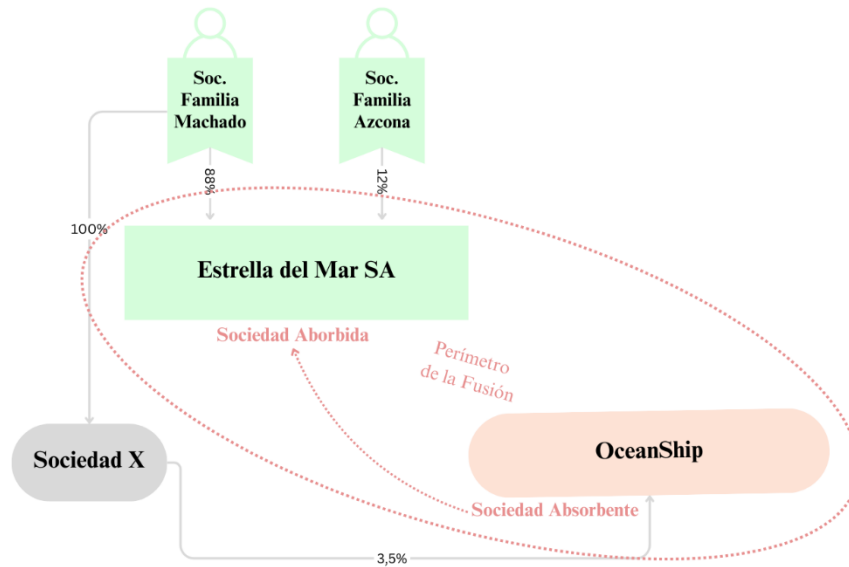
Al reducir el número de acciones en circulación, el valor total de la empresa se distribuiría entre menos acciones. Esto no solo incrementa el beneficio por acción (BPA), sino que también aumenta la participación que cada accionista tiene en la sociedad.

Suponiendo que OceanShip tiene un total de 1.000 acciones en circulación e implementa un programa de recompra que afecta al 1% de su CS, ello implicaría la adquisición de 10 acciones propias, reduciendo el número total de acciones en circulación a 990. Si antes de la recompra Estrella del Mar era el titular de 297 acciones, su participación en el CS equivalía al 29,7% (es titular de 297 de las 1.000 acciones). Tras la recompra, su participación se vería aumentada al 30% (seguiría siendo titular de 297 acciones, pero el total de acciones en circulación serían 990). Este incremento en el porcentaje, aunque pequeño, se traduce en que el accionista ve incrementada su participación en la sociedad y **pasa a ostentar una participación de control de forma sobrevenida.**

El art. 7.2. RDOPA regula este supuesto indicando lo siguiente: *“Si, mediante una reducción de capital en una sociedad cotizada, algún accionista llegara a alcanzar cualquiera de los porcentajes de derecho de voto señalados en el artículo 4, dicho socio no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de tales porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición.* Si bien, se añade: *“No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta cuando, dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la reducción del capital, se enajene el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes o bien, se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores [...]”.*

Por lo tanto, si Estrella del Mar ejerce los derechos políticos que exceden del 30%, **vendría obligada a formular OPA**, salvo que solicitase dispensa a la CNMV o redujese su participación para no alcanzar una participación de control en el plazo de 3 meses.

Escenario 2: Fusión por absorción



Pregunta 2

¿Es viable articular una fusión por la que OceanShip absorba Estrella del Mar de forma tal que la familia Machado no tenga que lanzar una OPA obligatoria? ¿Cuál sería el calendario y los principales pasos necesarios para realizar la integración desde el punto de vista societario y de mercado de valores? ¿Cuál podría ser el impacto de la acción legal presentada por la familia Azcona en el proceso de fusión, qué probabilidades tiene de prosperar y cómo podría afectar a la validez de la fusión, dependiendo de si ya se ha inscrito o no?

1. Determinación de la necesidad de OPA obligatoria y requisitos de la fusión

El supuesto planteado consiste en la integración de Estrella del Mar (sociedad absorbida) en OceanShip (sociedad absorbente). Mediante esta operación, Estrella del Mar se extinguiría, y todo su patrimonio se transmitiría en bloque por sucesión universal a OceanShip, quien aumentaría su CS en la cuantía que proceda para reflejarlo.

Los antiguos socios de Estrella del Mar (Sociedad Familia Machado y Sociedad Familia Azcona) se integrarán en OceanShip, recibiendo un número determinado de acciones en proporción a sus respectivas participaciones en la sociedad absorbida, asegurando que continúan participando en la sociedad de la misma manera en que venían haciéndolo (art. 35 RDME). Además, también podrán recibir una compensación dineraria, siempre que la

misma no exceda del 10% del valor nominal de las acciones que se le han atribuido, y siempre que fuese conveniente para ajustar el tipo de canje (art. 36 RDME).

Para determinar si la familia Machado está obligada a lanzar una OPA, es necesario verificar si se alcanza un porcentaje de control en OceanShip y comprobar si se cumple alguno de los supuestos en los que el RDOPA obliga a su formulación.

El art. 7.1 RDOPA, relativo a tomas de control indirectas o sobrevenidas prevé que, si como consecuencia de una operación de fusión un accionista alcanza de forma directa o indirecta un porcentaje de derechos de voto superior al 30% en la sociedad cotizada, deberá formular oferta pública dentro de los tres meses siguientes a la fecha de fusión.

Tras la operación de canje y teniendo en cuenta el valor de ambas compañías, la familia Machado pasaría a **controlar aproximadamente un 57% de la sociedad resultante de la fusión**, sobrepasando claramente el porcentaje de derechos de voto del 30% y adquiriendo una participación de control. Como consecuencia, **surgiría la obligación de formular OPA** por la totalidad de los valores²⁹.

Sin embargo, el mismo artículo 7 establece dos excepciones a esta obligación: obtener una dispensa por la CNMV y vender en el plazo de tres meses suficientes valores para no superar el porcentaje señalado, sin ejercer durante ese tiempo los derechos políticos que excedan del 30%.

En consonancia con lo anterior, el art. 8 RDOPA regula los supuestos en que, aun habiendo alcanzado control, la propia ley excluye de la obligación de formular OPA. Resulta aquí de aplicación el supuesto previsto en la letra g), que detalla: *“En caso de fusión, estarán exentos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición los accionistas de las sociedades o entidades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4 y siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial.”*

²⁹ REDONET, J., OEREDA, J. y PAREDES, C., ob. cit. p.582-596.

La aplicabilidad de este precepto legal se descarta, puesto que si la familia Machado, que posee una participación del 88% de Estrella del Mar, hubiese votado en contra de la fusión en la junta correspondiente, su voto habría sido suficiente para impedir la adopción del acuerdo. Dado que controlan una mayoría tan significativa de las acciones, su oposición habría bloqueado la fusión, y como resultado, la operación no se habría llevado a cabo. En consecuencia, **no se puede aplicar la excepción prevista en el art. 8 g) RDOPA.**

Por lo tanto, salvo que la familia Machado (i) solicite la dispensa a la CNMV o (ii) venda las acciones suficientes para no tener una participación de control, **no sería viable articular la fusión sin que tengan que lanzar una OPA obligatoria.**

2. Calendario de la fusión y pasos clave

El procedimiento de fusión puede resumirse de la siguiente forma:

1. Proyecto de fusión por los administradores (arts. 4, 39 y 40 RDME)

Los administradores de cada una de las sociedades que participan en la fusión deben suscribir un proyecto común de fusión, que deberá ser aprobado por las juntas de socios de ambas sociedades dentro de los seis meses siguientes a su fecha.

Este proyecto debe incluir las menciones requeridas por los arts. 4 y 40 RDME, incluyendo datos de identificación, detalles de la operación, derechos y compensaciones, implicaciones y garantías, así como información financiera y legal.

2. Informe de fusión de los administradores (art.5)

Con el objetivo de explicar los aspectos jurídicos y económicos de la fusión, así como sus principales consecuencias, los administradores deberán redactar un informe de fusión.

Este informe, junto con el proyecto de fusión, deberá estar disponible para los socios y los trabajadores, o sus representantes, al menos con un mes de antelación a la fecha de celebración de la sesión donde se adopte el acuerdo de fusión.

3. Informe del experto independiente (arts. 6 y 41 RDME)

Al menos un mes antes de la fecha de la junta general donde se adoptará el acuerdo de fusión, deberá ponerse a disposición de los socios un informe elaborado por uno o varios expertos independientes que designará el Registrador Mercantil.

El informe deberá pronunciarse sobre la compensación ofrecida y el tipo de canje de la operación. Además, podrá evaluar la suficiencia del capital aportado, la adecuación de las garantías ofrecidas a acreedores y el aumento de capital realizado en OceanShip en relación con el correspondiente patrimonio extinguido en Estrella del Mar.

4. Publicidad preparatoria del acuerdo (arts. 7 y 46 RDME)

Al menos un mes antes de la aprobación del acuerdo de fusión y antes de la publicación de la convocatoria de las juntas, los administradores deben publicar en la página web de la sociedad varios documentos, incluyendo el proyecto de fusión, el informe del experto independiente, los estatutos sociales y el balance de fusión. Esta publicación debe ser anunciada en el BORME.

5. Aprobación por la junta general (arts. 8, 43 y 47 RDME)

Antes de que hayan transcurrido seis meses desde que los administradores suscribieron el proyecto común de fusión, las juntas de accionistas de ambas sociedades involucradas deberán aprobar la fusión.

Al tratarse de sociedades anónimas, en lo relacionado con los *quorum* de constitución y mayorías habrá que atender a lo dispuesto en el art. 8.4 RDME, salvo que los estatutos sociales, sin superar el 90% de los derechos de voto, prevean refuerzos a estas mayorías.

La convocatoria de la junta deberá incluir las menciones mínimas del proyecto de fusión y realizarse al menos con un mes de antelación a la fecha en que se ha previsto que se adopte el acuerdo.

6. Elevación a público y publicación en el BORME (arts. 10 y 50 RDME)

Se elevará el acuerdo de fusión a escritura pública, incorporando a esta el informe financiero semestral o balance de fusión y las modificaciones estatutarias acordadas con motivo de la fusión, así como el número, clase y serie de las acciones atribuidas a la Sociedad familia Azcona y Sociedad familia Machado.

Este acuerdo se publicará en el BORME y en la página web de la sociedad, salvo que se hubiera comunicado individualmente a todos los socios y acreedores por un procedimiento que asegure su recepción.

7. Inscripción y validez de la operación (arts. 16 y 51 RDME)

El Registrador Mercantil, previo control de cumplimiento de condiciones, procederá a la inscripción de la operación, que determinará la eficacia de la fusión.

Tras la inscripción, se cancelarán los asientos registrales de Estrella del Mar.

8. Formulación de oferta pública de adquisición (art. 7 RDOPA)

Al haber alcanzado los derechos de voto del 56% en OceanShip, la Sociedad familia Machado deberá formular OPA, dentro de los tres meses siguientes a la fecha de fusión.

El calendario tentativo ilustrado en la *página 33* del presente informe podrá ser utilizado como referencia para el procedimiento de formulación de OPA obligatoria, y se integrará al presente calendario tentativo de fusión:

Diciembre 2024	Aprobación del balance de situación (podrá considerarse el último balance de ejercicio aprobado, siempre que se hubiera cerrado dentro de los 6 meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión).
Abril 2025	Formulación y firma del proyecto común de fusión e informe de los administradores de cada una de las sociedades (debe aprobarse por las respectivas juntas dentro de los 6 meses siguientes a su firma). Deberá estar disponible para los socios y los trabajadores al menos con 30 días de antelación a aprobación de la fusión.
	Informe del experto independiente (al menos con 30 días de antelación a aprobación de la fusión).
Mayo 2025	Puesta a disposición a los socios y a los representantes de los trabajadores del proyecto común de fusión, el Informe de administradores y el informe de experto independiente (30 días de antelación a la aprobación de la fusión).

	Publicación de documentación en la página web y anuncio de su publicación en el BORME (30 días de antelación a la aprobación de la fusión y antes de la publicación de la convocatoria).
	Convocatoria de la junta general (al menos 30 días de antelación a la aprobación de la fusión).
Junio 2025	Celebración de la junta general y aprobación de la fusión.
	Publicación en el BORME y en la página web de la sociedad.
	Elevación a Público e inscripción de la fusión en el Registro Mercantil.
Septiembre 2025	Formulación de oferta pública de adquisición (dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de fusión).

Son consideraciones y aspectos clave que Estrella del Mar debe tener presentes:

- Ya no resulta necesario esperar un mes desde la publicación del acuerdo de fusión para que los acreedores puedan ejercitar su derecho de oposición. Este periodo de protección se ha reemplazado por un régimen de garantías (art. 13 RDME).
- En el proyecto se deberán incluir certificados que acrediten que las sociedades están al corriente de pago de sus obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social (art. 40. 9º RDME).
- Dado que OceanShip (sociedad absorbente) es una sociedad anónima, el informe del experto independiente deberá mencionar si el patrimonio de Estrella del Mar (sociedad extinguida) es, al menos, equivalente al capital aumentado en OceanShip (art. 41.3 RDME).
- El tipo de canje se establece ahora sobre el valor razonable, en lugar de sobre el valor real del patrimonio de las sociedades participantes (art. 35 RDME).
- El balance de fusión (o informe financiero semestral) debe ser elaborado como máximo 6 meses antes de la aprobación por la junta del proyecto de fusión (art. 43 RDME). Es fundamental respetar este plazo, pues de no hacerlo será necesario formular uno nuevo, lo cual ralentizaría considerablemente el proceso.

3. La acción legal de la familia Azcona

En 1987 las familias Machado y Azcona suscribieron un pacto de accionistas en el que se estipulaba que cualquier modificación estructural requeriría el voto favorable de la familia Azcona. Este acuerdo no ha sido alterado desde entonces.

Posteriormente a la aprobación de la fusión, la familia Azcona, que no asistió a la junta general donde se aprobó dicha fusión, anunció el inicio de acciones legales debido a la aprobación de la fusión sin su voto favorable. Por contravenir al pacto, exigen la anulación del acuerdo de fusión, además de una indemnización por daños.

3.1. Evaluación de la viabilidad del pacto y probabilidades de éxito de la acción

Es fundamental considerar que los pactos parasociales encuentran su origen en la autonomía de la voluntad³⁰. Además, al contar con consentimiento, objeto y causa, poseen una naturaleza jurídica contractual (art. 1261 CC) y, por tanto, tienen fuerza de ley entre las partes contratantes (vid. art. 1091 CC). En consecuencia, tanto la familia Machado como la familia Azcona están obligadas a cumplir con lo pactado³¹.

Para que este pacto omnilateral³² obligatorio, sea válido, no podrá ser contrario a las normas recogidas en la LSC que tengan por finalidad proteger a terceros, ni a las normas generales contempladas en el Código Civil. Más concretamente, tienen como límite las leyes, la moral, y el orden público (art. 1255 CC)³³.

En esencia, el pacto es aparentemente válido y, dado que el acuerdo de fusión se adoptó sin el voto favorable de la familia Azcona, la acción tiene probabilidades de prosperar.

En cuanto a la **fundamentación jurídica**, se alega un conflicto de interés por parte de la familia Machado, al tener un consejero dominical designado en OceanShip. Sin embargo, dado que la aprobación de la fusión es competencia de la junta y no el órgano de administración, a los efectos de la adopción del acuerdo, este consejero dominical no

³⁰ STS (Sala 1.ª) de 7 de abril de 2022 (JF quinto) (RJ 2022,1974).

³¹ PAZ-ARES, C., «El enforcement de los pactos parasociales», en *Actualidad Jurídica Uribe & Menéndez*, núm. 5, 2003, pp. 19-43

³² Un pacto omnilateral es aquel suscrito por todos los socios de la sociedad.

³³ PAZ-ARES, C., «La cuestión de la validez de los pactos parasociales», en *Actualidad Jurídica Uribe & Menéndez*, núm. extraord., Madrid, 2011, pp. 254-256.

habría emitido ningún voto ni participado en la decisión. Por lo tanto, al no haber influido el consejero en la decisión, no habría ninguna actitud que sea reprochable.

Asimismo, la familia Azcona argumenta que la operación carece de justificación económica para Estrella del Mar. Esto podría ser relevante a los efectos de impugnación de acuerdos sociales en apoyo del art. 204.1 LSC³⁴. La familia Azcona podría sostener que, aun sin causar daño al patrimonio social, el acuerdo de fusión lesiona el interés social en beneficio de la familia Machado, y ha sido impuesto de manera abusiva por estos en interés propio, sin responder a una necesidad razonable. Si logran demostrar la lesión al interés social, este sería un argumento muy sólido que podría hacer que la acción prospere.

A continuación, se enuncian brevemente dos posibles argumentos que podría utilizar la familia Manchado para defender su postura.

Por un lado, **atacar la duración del pacto**. Al encontrarnos ante un contrato que se estableció sin un límite temporal concreto en cuanto a su duración, podría alegarse la prohibición de obligaciones perpetuas y permanentes³⁵. En este sentido se pronunció el TS en su sentencia de 20 febrero de 2020³⁶, en el marco de un protocolo familiar que imponía restricciones a la transmisión de participaciones que se incumplieron. El alto tribunal se pronunció tajantemente afirmando lo siguiente: *“las relaciones obligatorias con prestaciones duraderas exigen que la duración del vínculo contractual sea temporalmente limitada o, dicho en otros términos, es incompatible con la perpetuidad del vínculo, pues aunque en nuestro derecho positivo no existe una norma positiva concreta y general en este sentido, la perpetuidad es opuesta a la naturaleza misma de la relación obligatoria, pues constituyendo la obligación una limitación de la libertad del*

³⁴ ALFARO, J., «Artículo 204. Acuerdos impugnables», en JUSTE/RECALDE (coords.), La junta general de las sociedades de capital. Comentario de los artículos 159 a 208 LSC, Cizur Menor (Navarra) [Civitas – Thomson Reuters], 2022.

³⁵ FONTES, I., «Invalidez de un pacto de duración indefinida de limitación a la transmisibilidad de acciones y participaciones contenido en un protocolo familiar», *Gómez Acebo & Pombo, Publicación Mercantil*, 2020. Disponible en: <https://ga-p.com/publicaciones/invalidez-de-un-pacto-de-duracion-indefinida-de-limitacion-a-la-transmisibilidad-de-acciones-y-participaciones-contenido-en-un-protocolo-familiar/> (consulta: noviembre 2024).

³⁶ STS (Sala 1.ª) de 20 de febrero de 2020 (FD tercero) (RJ 2020, 507).

deudor, su carácter temporalmente ilimitado resultaría contrario al orden público (cfr. art. 1.583 CC).”.

Por otro lado, **cuestionar la unanimidad**. Dado que la sociedad está compuesta únicamente por dos socios y el pacto parasocial prevé que ciertos acuerdos requieran el voto favorable del minoritario, esto equivaldría a establecer una mayoría que no solo sería reforzada, sino que sería equivalente a la unanimidad. Por lo tanto y, aunque el propio artículo 201 LSC³⁷ permita la posibilidad de establecer mayorías superiores a las fijadas legalmente, se prohíbe la posibilidad de llegar a exigir la unanimidad.

Podría por todo ello argumentarse que el pacto contraviene a las normas generales del derecho de obligaciones, imperativamente sustantivas, además de a normas esenciales de tipo societario, y que, por lo tanto, carece de validez y, por ello, de eficacia.

3.2. Afectación en el proceso de fusión

Independientemente de la viabilidad del pacto, lo relevante es que la acción ejercitada por la familia Azcona probablemente prospere y sea examinada por un juez. Por lo tanto, es crucial considerar las implicaciones que dicha acción podría tener.

El impacto de esta acción legal podría ser significativo para la fusión, aunque sus consecuencias variarán dependiendo de si la fusión ya está inscrita en el Registro Mercantil (RM) o no. Esto se debe a que toda sociedad que participa en una fusión debe elevar el acuerdo de fusión a escritura pública para su posterior inscripción en el RM.

De forma genérica para todo tipo de modificaciones estructurales, el art. 16 del RDME viene estableciendo la eficacia de la modificación estructural desde la fecha de su inscripción en el Registro Mercantil. En este mismo sentido, el art. 51 RDME establece la misma previsión para el caso de las fusiones: “**1. La eficacia de la fusión se producirá con la inscripción de la nueva sociedad o, en su caso, con la inscripción de la absorción en el Registro Mercantil competente [...].”.**

³⁷ Aunque este artículo es aplicable a sociedades de responsabilidad limitada, su lógica se traslada a las sociedades anónimas. La finalidad del artículo es garantizar la gobernabilidad de la sociedad y evitar la paralización de sus órganos sociales. Si esto se establece para una SL, caracterizada por su naturaleza personal y familiar, es razonable pensar que se busca lo mismo para una SA.

Por lo tanto, **si la fusión aún no ha sido inscrita, la acción podría detener el proceso y paralizar la fusión.**

En cambio, **si la fusión ya ha sido inscrita, no se podrá declarar su nulidad** (art. 16.2 RDME). Esto significa que la fusión sería válida y efectiva, y que la acción legal tendría que pasar a centrarse únicamente en la **compensación económica** y de resarcimiento por el incumplimiento del pacto, sin posibilidad de afectar a la validez de la fusión.

CONCLUSIONES INFORME ESTRELLA DEL MAR

Compra del 29,7% de OceanShip

Para evaluar la posibilidad de que Estrella del Mar adquiriera una participación del 29,7% en OceanShip, se debe considerar que la familia Machado, socio mayoritario al 88% de Estrella del Mar, es a su vez el socio único de la Sociedad X, la cual ya posee una participación del 3,5% en OceanShip.

Se ha llegado a la conclusión de que la adquisición de esta participación implicaría la necesidad de lanzar una OPA obligatoria. Esto se debe a que, al sumar el 29,7% que adquiriría Estrella del Mar al 3,5% ya poseído por la sociedad patrimonial de la familia Machado, se alcanzaría un porcentaje de derechos de voto del 33,2%. Según la normativa vigente, esto constituye una participación de control, lo que obliga a formular una OPA por la totalidad de las acciones de la sociedad. Para evitar esta obligación, se podría solicitar una dispensa a la CNMV o reducir el porcentaje de participación por adquirir.

El procedimiento para formular una OPA obligatoria incluye varios pasos clave: (i) anuncio de la oferta, solicitud de autorización y presentación del folleto explicativo; (ii) publicación de la oferta por el oferente; (iii) informe del órgano de administración e información a los trabajadores; (iv) plazo de aceptación; y (v) liquidación de operaciones. El calendario tentativo para este procedimiento puede extenderse hasta cinco meses.

Programa de recompra de acciones

Por otro lado, se sabe que el consejo de OceanShip planea implementar un programa de recompra de acciones que podría afectar hasta a un 1% del capital en circulación.

Si el programa se implementa antes de la inversión de Estrella del Mar, la recompra de acciones reduciría la cantidad de acciones disponibles en el mercado, lo que podría dificultar la adquisición y aumentar el precio de las acciones existentes.

Si se implementa después de la inversión de Estrella del Mar, la recompra reduciría el número total de acciones en circulación, aumentando la participación de Estrella del Mar en OceanShip. Si esta participación aumenta al 30% o más, se consideraría que ha alcanzado una participación de control de forma sobrevenida, lo que obligaría a formular una OPA, salvo que se solicite una dispensa a la CNMV o se reduzca la participación.

Fusión por absorción

También se ha evaluado la viabilidad de llevar a cabo una fusión por absorción en la que OceanShip absorba a Estrella del Mar, con el objetivo de determinar si la familia Machado podría evitar la obligación de lanzar una OPA obligatoria en este escenario.

Tras la fusión, la familia Machado pasaría a controlar aproximadamente un 57% de la sociedad resultante, superando claramente el umbral del 30% y adquiriendo una participación de control, lo que obligaría a formular una OPA por la totalidad de los valores. Existen dos excepciones a esta obligación: (i) obtener una dispensa de la CNMV; o (ii) vender acciones suficientes para no tener una participación de control.

El procedimiento de fusión incluye: (i) proyecto de fusión suscrito por los administradores; (ii) informe de fusión de los administradores; (iii) informe del experto independiente; (iv) publicidad preparatoria del acuerdo; (v) aprobación por la junta general; (vi) elevación a público y publicación en el BORME; (vii) inscripción y validez de la operación; y (viii) formulación de OPA en los tres meses siguientes a la fusión.

El calendario tentativo para este procedimiento desde la aprobación del balance de situación hasta la formulación de la OPA puede extenderse hasta septiembre de 2025.

Acción legal de la familia Azcona

En 1987 las familias Machado y Azcona firmaron un pacto parasocial que estipula que cualquier modificación estructural requiere el voto favorable de la familia Azcona. Este pacto tiene naturaleza jurídica contractual y fuerza de ley entre los contratantes. Dado que la fusión se aprobó sin el voto favorable de la familia Azcona, la acción legal interpuesta por incumplimiento del pacto tiene probabilidades de prosperar.

Esta acción legal podría tener un impacto significativo en el proceso de fusión, dependiendo de si la fusión ya está inscrita en el Registro Mercantil o no. Si aún no ha sido inscrita, la acción podría detener el proceso y paralizar la fusión. En cambio, si ya ha sido inscrita, no se podrá declarar su nulidad. En este caso, la acción se centraría únicamente en la compensación económica y el resarcimiento por el incumplimiento del pacto, sin posibilidad de afectar a la validez de la fusión.

PARTE 3: INFORME EMITIDO A PETICIÓN DE OCEANSHIP

Tras el éxito de la fusión, el Consejo de OceanShip busca atraer a nuevos inversores institucionales a través de nuevas propuestas de retribución. Los asesores financieros han propuesto instaurar un esquema de *scrip dividend* que ofrezca a los accionistas optar por un dividendo en metálico o acciones por un valor equivalente.

Pregunta 1

¿Cuáles son los mecanismos de retribución al accionista que se utilizan comúnmente en la práctica empresarial? ¿En qué consiste el modelo retributivo de *scrip dividend*? ¿Cómo sería el procedimiento para su implementación en OceanShip? ¿Existen limitaciones sobre cuál debe ser la opción por defecto si un accionista no se pronuncia en el plazo estipulado?

1. Mecanismos de retribución al accionista

La participación en el reparto de las ganancias sociales es un derecho inherente a la condición de socio (art. 91.a LSC), sin que ello implique una obligación automática para la sociedad de repartir dividendos. Cumplidas las previsiones legales y estatutarias aplicables, si los beneficios anuales o las reservas que la sociedad hubiera acumulado permiten que, tras el reparto, el patrimonio neto supere la cifra del capital social, se podrán repartir dividendos.

Entre los diversos mecanismos de retribución al accionista, como el pago de dividendos (en efectivo o a través de la entrega de nuevas acciones), la devolución de la prima de emisión, los *scrip dividends* o el pago con cargo a autocartera, el más común en la práctica empresarial es el reparto de **dividendos a través de la entrega de dinero en efectivo**. Sin embargo, en las sociedades cotizadas, debido a la diversidad de intereses entre los distintos accionistas, es habitual implementar un **programa de *scrip dividend***³⁸.

³⁸ SOTO SAN ROMÁN, J., «Retribución de socios y administradores en sociedades mercantiles», 2024. Disponible en: <https://jsabogado.es/retribucion-de-socios-y-administradores-en-sociedades-mercantiles/> (consulta: diciembre 2024).

2. *Scrip dividend*

El *scrip dividend* es un mecanismo de retribución al accionista que permite realizar el pago del dividendo mediante la entrega de un derecho de asignación gratuita para adquirir nuevas acciones³⁹. El accionista podrá (i) vender los derechos de asignación a la propia compañía, (ii) vender los derechos en el mercado o (iii) utilizar los derechos para obtener las acciones.

Si se opta por vender los derechos a la empresa, el accionista recibirá un pago en metálico, pero su participación en la sociedad se verá diluida. La tributación en este método de pago es la misma que para otros dividendos, considerándose rendimiento del capital mobiliario (casilla 029) y estando sujeto a una retención del IRPF de al menos el 19%.

De forma similar, si se venden los derechos de asignación en el mercado, la participación del accionista en la sociedad se reducirá al no participar en la suscripción de nuevas acciones. A cambio, recibirá el pago en metálico por el precio al que hubiera conseguido vender su derecho. Se tributará por la ganancia patrimonial obtenida (casilla 347) como venta de derechos en el ejercicio en que se realice la transmisión, con una retención de IRPF de al menos el 19% sobre el total recibido por la venta, dado que el coste de adquisición se considera 0€.

Los accionistas que acudan a la ampliación del capital y opten por la entrega de nuevas acciones, verán aumentada su participación accionarial por el importe equivalente al dividendo sin necesidad de realizar ningún desembolso y sin necesidad de tributar por estas nuevas acciones hasta el momento en que se vendan⁴⁰.

Este mecanismo permite armonizar los intereses de la sociedad, que generalmente se centran en la retención de los beneficios generados, con los intereses de los accionistas, quienes generalmente buscan percibir dividendos en metálico. De esta manera, se intenta lograr un equilibrio entre la necesidad de la empresa de reinvertir sus ganancias

³⁹ MYINVESTOR, «En efectivo o en scrip: Diferentes vías de cobrar el dividendo», 2023. Disponible en: <https://myinvestor.es/blog/en-efectivo-o-en-scrip-diferentes-vias-de-cobrar-el-dividendo/> (consulta: diciembre 2024).

⁴⁰ A efectos de aplicar la normativa FIFO (*First In, First Out*), las nuevas acciones heredarán la fecha de adquisición de los títulos que han originado derecho al cobro del dividendo a través del *scrip*, y las acciones más antiguas serán las que deban transmitirse primero.

reduciendo la salida de efectivo de caja, y el deseo de los accionistas de obtener un retorno sobre su inversión.

3. Procedimiento para la implementación del *scrip dividend*

Se recomienda que el consejo de administración de OceanShip formalice la **propuesta de implementar un nuevo sistema de retribución** mediante un acta de la sesión en la que se adopte dicho acuerdo. Esta propuesta debe incluir la opción de retribuir a los accionistas a través del *scrip dividend*, y debe ser presentada a la junta general de accionistas.

La junta general de accionistas deberá aprobar la propuesta y realizar la modificación estatutaria correspondiente. Para que esta modificación estatutaria en el marco de una sociedad anónima sea válida, debe cumplir con las mayorías legales requeridas en el art. 201 LSC: “*si el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta*”. Es crucial comprobar de forma previa los estatutos sociales, pues podrían elevar estas mayorías.

Una vez implementado el sistema, cada vez que se desee realizar un reparto de beneficios mediante el mecanismo de *scrip dividend*, se deberá seguir el siguiente procedimiento:

1. Adopción del acuerdo de ampliación de capital liberada

La junta de accionistas previamente debe acordar llevar a cabo una ampliación de capital social liberada⁴¹, mediante la emisión de nuevas acciones.

En cuanto a las formalidades, lo primero que debe hacerse es **adoptar el acuerdo de aumento de capital**. Esta es, ordinariamente, una facultad de la junta general (art. 296 LSC), salvo que, en el marco de una sociedad anónima y conforme a lo permitido por el art 297 LSC, se decida delegar en los administradores (i) la facultad de fijar los extremos

⁴¹ En una ampliación liberada el accionista no realiza ningún desembolso como contravalor al incremento del capital, sino que se utilizan los fondos propios de la sociedad, tales como las reservas disponibles, primas de emisión o la reserva legal.

y circunstancias no previstos en un acuerdo de aumento ya adoptado⁴², o (ii) la facultad de acordar llevar a cabo, en una o varias veces, el aumento de capital⁴³.

Para que la junta de OceanShip pueda adoptar este acuerdo será necesario un *quorum* de constitución reforzado. En primera convocatoria debe estar presente o representado al menos el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho de voto (art. 194 LSC). En la segunda convocatoria basta con que asista al menos el veinticinco por ciento de este capital. El acuerdo se adoptará por mayoría absoluta de los votos (art. 201 LSC) si está presente más de la mitad del capital social. Si no, será necesario el voto a favor de al menos dos tercios del capital presente o representado. Todo ello siempre que los estatutos sociales no eleven el *quorum* o las mayorías.

Al tratarse de un aumento que se lleva a cabo con cargo a reservas o beneficios, es importante tener en cuenta que no se pueden utilizar ni las reservas indisponibles, ni las reservas estatutarias. En cambio, se podrán utilizar: (i) la parte de la reserva legal que exceda del 10% del capital social ya aumentado, (ii) las reservas disponibles, (iii) las primas de emisión, (iv) los beneficios obtenidos en un ejercicio fiscal ya cerrado, así como también (v) los beneficios del ejercicio en curso (art. 303 LSC). Este procedimiento requiere la aprobación previa de un balance que debe estar cerrado dentro de los seis meses anteriores al acuerdo y debe ser verificado por un auditor.

Además del acuerdo de aumento del capital, es necesario establecer la métrica para determinar la cantidad de derechos de asignación gratuita que se otorgan a cada accionista. En la práctica, lo más común es que se asigne un derecho por cada cierto número de acciones (por ejemplo, un derecho por cada cinco acciones). Una vez que el accionista acumule una cantidad específica de estos derechos (por ejemplo, 5 derechos), podrá suscribir una acción. Lo habitual en la práctica es entregar un derecho de asignación gratuita por cada acción poseída.

⁴² Por ejemplo, la junta acuerda la cifra del aumento y su modalidad, pero delega en los administradores la decisión sobre la fecha de su ejecución.

⁴³ Esto se conoce como “capital autorizado” y está sujeto a ciertas limitaciones cuantitativas (no puede superar la mitad del capital social) y temporales (debe ejecutarse en el plazo de cinco años). Sin embargo, esta modalidad de delegación en los administradores no es aplicable en este caso, ya que el art. 297.b) LSC solo prevé esta posibilidad cuando el aumento se realiza con cargo a aportaciones dinerarias, y en el *Script dividend*, el aumento se efectúa con cargo a reservas.

2. Opción de optar al accionista

Una vez aprobado el aumento para distribuir una cantidad a cuenta de este dividendo flexible, se deberá ofrecer a los accionistas la opción de optar entre tres opciones:

- a. Vender el derecho de suscripción a la sociedad.
- b. Vender el derecho de suscripción en el mercado.
- c. Mantener y ejercitar su derecho de suscripción y recibir las acciones liberadas de nueva emisión que le correspondan.

Con la primera opción, unido al **compromiso irrevocable de compra** asumido por la sociedad en caso de que el accionista opte, se recibe como contraprestación por la venta del derecho un **importe en efectivo a un precio prefijado**.

En la segunda opción, en cambio, la contraprestación recibida variará en función del **precio al que cotice el derecho** en el momento de su venta.

Con la tercera opción el accionista no recibe dinero en metálico, pero **incrementa sin coste su participación** en el capital de la sociedad.

Los accionistas deberán **comunicar a la sociedad la opción que eligen dentro de un plazo** específico, que generalmente es de 15 a 20 días naturales a partir de la publicación del anuncio de aumento de capital en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.

En caso de que los accionistas no informen su decisión dentro del plazo establecido, se les aplicará automáticamente **la opción por defecto que determine la sociedad**. Esta medida garantiza que todos los accionistas sean tratados de manera equitativa y que el proceso de aumento de capital se lleve a cabo sin contratiempos.

3. Elevación a público del acuerdo y su ejecución e inscripción en el Registro Mercantil.

Los administradores deberán modificar los **estatutos sociales**, reflejando este acuerdo en el artículo relativo al capital social (art. 313 LSC).

Tanto el acuerdo de aumento como su ejecución deberán formalizarse en **escritura pública**, para su posterior inscripción simultánea en el **Registro Mercantil** (arts.

315LSC). La escritura que refleja la ejecución deberá hacer mención, entre otros extremos, a la numeración de las acciones atribuidas (art. 314 LSC).

4. Opción por defecto

En el contexto de programas de *scrip dividend* **no existen limitaciones estrictas sobre cuál debe ser la opción por defecto** si un accionista no se pronuncia en un plazo determinado.

Ante la ausencia de regulación legal específica, son las propias sociedades las que determinan si los accionistas que no opten reciben dinero en efectivo (mediante la transmisión de sus derechos a la propia empresa a un precio prefijado y garantizado), o las acciones que le corresponden conforme a la ecuación que se establezca.

En la práctica algunas empresas optan por establecer el dividendo en efectivo como la opción por defecto. Por ejemplo, **Iberdrola**⁴⁴ aplica automáticamente esta opción si los accionistas no eligen ninguna alternativa. De igual manera, **Banco Santander**⁴⁵ también ofrece el dividendo en efectivo como opción por defecto, asegurando que los accionistas reciban el pago en efectivo si no comunican su elección dentro del plazo establecido. **Repsol**⁴⁶ sigue el mismo enfoque, garantizando el dividendo en efectivo mediante la venta de los derechos de asignación gratuita a un precio fijo garantizado.

⁴⁴ IBERDROLA, «Iberdrola Retribución Flexible: Optional Dividend scheme Information Booklet July 2022», 2022. Disponible en: <https://www.iberdrola.com/documents/20125/41749/Iberdrola+CDI+Booklet+Scrip+Dividend+Jan+2022+final.pdf/d5b99a70-0a69-adcc-6b6d-ea976faad41c?t=1640266448178> (consulta: diciembre 2024).

⁴⁵ SANTANDER. «Information in Spain about Scrip Dividend in new shares». Preguntas y respuestas en relación con el aumento de capital liberado. Disponible en: <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/en/contenido-paginas/accionistas-e-inversores/la-acci%C3%B3n-santander/dividendos/information-in-spain-about-scrip-dividend-in-new-shares-fully-paid-capital-increase-november-december-2020-en.pdf> (consulta: diciembre 2024).

⁴⁶ REPSOL. Preguntas frecuentes. Scrip Dividend. Disponible en: <https://www.repsol.com/content/dam/repsol-corporate/es/accionistas-e-inversores/pdf/preguntas-frecuentes-scrip-dividend.pdf> (consulta: diciembre 2024).

Por otro lado, algunas empresas prefieren que la opción por defecto sea la recepción de nuevas acciones. En el caso de ACS⁴⁷ si los accionistas no toman ninguna acción, se asignan automáticamente nuevas acciones liberadas en proporción a los derechos de asignación que posean. En este caso, cada acción poseída les da un derecho y cada 25 derechos se les entrega una nueva acción liberada.

Como se ha analizado, la decisión sobre cuál debe ser la opción por defecto puede verse influenciada por varios factores estratégicos y financieros. Una de las razones por las que OceanShip podría optar por el efectivo como opción predeterminada puede ser la simplicidad y familiaridad que esta forma de participar en las ganancias ofrece a los accionistas⁴⁸. En cambio, si se prefiere optar por reducir la salida de efectivo de caja, se le recomienda escoger la entrega de acciones como opción por defecto.

Independientemente de la elección que haga OceanShip, es fundamental que esta opción predeterminada sea **comunicada de manera clara y transparente** a los accionistas desde el inicio del proceso. Esto evitará cualquier posible confusión, y permitirá a los accionistas de OceanShip tomar decisiones informadas sobre sus inversiones.

Pregunta 2

¿Cómo podría afectar la postura de la familia Azcona, que defiende el derecho a recibir el dividendo en metálico, a la implementación del esquema de *scrip dividend*?

1. La postura de la familia Azcona

La familia Azcona es conocida por defender el derecho a recibir el dividendo en metálico, una postura que suelen compartir muchos accionistas. Este tipo de inversores tienden a pensar en que la esencia del contrato de sociedad radica en el ánimo de lucro y, en

⁴⁷ ACS. Dividendo flexible. Preguntas frecuentes. Disponible en: <https://www.grupoacs.com/accionistas-e-inversores/la-accion/dividendos/dividendo-flexible/preguntas-frecuentes/> (consulta: diciembre 2024).

⁴⁸ Por esta razón, en muchos programas de *scrip dividend*, los accionistas que no seleccionan una opción específica suelen recibir el dividendo en efectivo automáticamente.

consecuencia, generalmente prefieren recibir rentas periódicas en lugar de aumentar su participación accionaria.

La obtención de ganancias económicas repartibles entre los socios es un elemento común en las sociedades de capital, como se refleja en la propia definición de sociedad del art. 1665 CC: “*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.*”

Además, es común en la práctica que los beneficios se reciban en metálico, pues el interés general del accionista es optar por un sistema que le proporcione liquidez inmediata. Recibir dividendos en efectivo es una forma tangible de obtener un retorno sobre la inversión realizada que además permite disponer de dinero para satisfacer otras necesidades personales o para reinvertirlo en otras oportunidades.

Sin embargo, es importante señalar que la implementación del *scrip dividend* **no significa que la familia Azcona no pueda recibir dinero en metálico** como forma de retribución. En este contexto, será fundamental explicarles que, aunque OceanShip adopte una política de remuneración que permita este dividendo flexible, ello no les priva de cobrar en metálico. Aunque no recibirán un dividendo en efectivo de la manera tradicional, podrán optar, si lo desean, por vender sus derechos de asignación gratuita de acciones en el mercado, o directamente a la propia sociedad, obteniendo así la liquidez que desean.

Conforme a lo explicado, cuando se instaura un modelo de dividendo flexible, una de las opciones que tiene el accionista es **vender los derechos de asignación** a la sociedad. En este caso, la sociedad se compromete y está obligada comprar esos derechos.

Además, el precio al que se compran estos derechos es fijado previamente por la sociedad y conocido por los accionistas⁴⁹. Esta opción hace que vender el derecho de asignación a la sociedad sea muy similar a cobrar un dividendo tradicional en metálico, pues hay un compromiso firme de compra que garantiza que se vaya a recibir el dinero en efectivo.

Dada la reducida participación que ostenta la familia Azcona en OceanShip (aproximadamente del 7,7%), se considera que su postura **no impedirá la implementación del esquema de scrip dividend**. A pesar de sus posibles objeciones, la

⁴⁹ El precio se determina, entre otros factores, con base en el valor de las acciones en el mercado en el momento en que se realiza la oferta.

influencia limitada de su participación accionarial no afectará significativamente a la decisión de adoptar la nueva forma de retribución.

La familia Azcona **no podrá ejercer su derecho de separación por falta de distribución de dividendos** según lo establecido en el art. 348 bis LSC. Esto se debe a que los dividendos sí se están distribuyendo, aunque no de la manera tradicional. En lugar de recibir dividendos en efectivo, los accionistas están recibiendo derechos de asignación. Por lo tanto, aunque la forma de distribución es diferente, los dividendos están siendo efectivamente distribuidos, y ello impide que se ejercite este derecho de separación.

Para mantener la satisfacción de la familia Azcona como accionistas, se recomienda a OceanShip que comunique de manera clara que aún tienen la opción de recibir efectivo si optan por vender sus derechos de asignación. No obstante, deberán ser conscientes de que optar por esta vía resultará en una dilución de su participación accionaria.

Para aclarar e ilustrar de qué forma les afectaría la dilución accionaria, se presenta la siguiente situación a título ejemplificativo:

- OceanShip tiene actualmente 1.000 acciones, y la familia Azcona participa en un 20% del capital social. Es titular de 200 acciones.
- Supongamos que OceanShip para la emisión de 100 nuevas acciones, realiza un aumento de capital liberado donde cada acción poseída otorga un derecho de suscripción, y cada diez derechos se permite suscribir una nueva acción.
- Dado que la familia Azcona es titular de 200 acciones, recibiría 200 derechos de asignación, lo que les permitiría suscribir 20 nuevas acciones.
- Si deciden vender sus derechos para recibir una renta en metálico, no adquirirán las 20 acciones adicionales que les corresponderían.
- Esto resultaría en una dilución de su participación en OceanShip, ya que habría un total de 1080 acciones en circulación (suponiendo que el resto de los accionistas optan por suscribir), y la familia Azcona, que habría vendido su derecho, seguiría siendo titular de 200 acciones. Por lo tanto, su participación pasaría a ser de un 18,52%.

CONCLUSIONES INFORME OCEANSHIP

La implementación del *scrip dividend*.

La retribución al accionista puede realizarse de diversas formas, siendo el reparto de dividendos en efectivo el más común. En sociedades cotizadas, sin embargo, es habitual implementar programas de *scrip dividend*, que permiten a los accionistas recibir su retribución mediante derechos de asignación gratuita para adquirir nuevas acciones. Los accionistas pueden optar por (a) vender estos derechos a la sociedad, (b) venderlos en el mercado o (c) utilizarlos para obtener nuevas acciones.

Para implementar el *scrip dividend* en OceanShip, el consejo debe proponerlo y la junta general de accionistas aprobarlo. Cada vez que se desee acordar la ampliación de capital social liberada, los accionistas reunidos en junta deben acordarlo, requiriendo un *quorum* y mayorías reforzadas. Los accionistas deben comunicar su elección dentro de un plazo específico. De no hacerlo, aplicará la opción por defecto escogida por la sociedad. Finalmente, el acuerdo de aumento y su ejecución deben elevarse a público e inscribirse en el Registro Mercantil.

No existen limitaciones estrictas sobre cuál debe ser la opción por defecto si un accionista no se pronuncia en el plazo estipulado. Las sociedades pueden decidir si los accionistas que no opten reciben dinero en efectivo o nuevas acciones. Algunas empresas como Iberdrola, Banco Santander y Repsol establecen el dividendo en efectivo como la opción por defecto, mientras que otras, como ACS, prefieren la recepción de nuevas acciones.

La postura de la familia Azcona

La familia Azcona defiende el derecho a recibir el dividendo en metálico, una postura compartida por muchos accionistas que prefieren obtener rentas periódicas en lugar de aumentar su participación accionaria. Aunque esta postura no impedirá la implementación del esquema de *scrip dividend*, para mantener su satisfacción como accionistas, es crucial comunicarles que aún puedan recibir efectivo, vendiendo sus derechos en el mercado o directamente a la sociedad, obteniendo así la liquidez deseada. No obstante, esta elección resultará en una dilución inevitable de su participación accionaria.

El alumno que suscribe los Informes emitidos a petición de “ATLAS CAPITAL”, “ESTRELLA DEL MAR S.A.” y “OCEANSHIP S.A.” ha hecho uso de la siguiente:

NORMATIVA APLICABLE

- Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (en adelante, “**Ccom**”).
- Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (en adelante, “**LRJAPAC**”).
- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (en adelante, “**CC**”).
- Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil (en adelante, “**LEC**”).
- Real Decreto 1281/2002, de 5 de diciembre, por el que se aprueba el Estatuto General de los Procuradores de los Tribunales de España (en adelante, “**EGP**”).
- Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas (en adelante, “**LPAP**”).
- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (en adelante, “**LDC**”).
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, “**RDOPA**”).
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “**LSC**”).
- Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante (en adelante, “**LPEMM**”).

Normativa aplicable

- Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014. (en adelante, “**LCSP**”).
- Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas (en adelante, “**LPACAP**”).
- 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 (en adelante, “**ET**”).
- Real Decreto 135/2021, de 2 de marzo, por el que se aprueba el Estatuto General de la Abogacía Española (en adelante, “**EGA**”).
- 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. (en adelante, “**RDME**”).
- Real Decreto 434/2024, de 30 de abril, por el que se aprueba el arancel de derechos de los profesionales de la Procura (en adelante, “**RD 434/2024**”).

BIBLIOGRAFÍA

BIBLIOGRAFÍA

ACS. Dividendo flexible. Preguntas frecuentes. Disponible en: <https://www.grupoacs.com/accionistas-e-inversores/la-accion/dividendos/dividendo-flexible/preguntas-frecuentes/> (consulta: diciembre 2024).

ALFARO, J., «Artículo 204. Acuerdos impugnables», en JUSTE/RECALDE (coords.), *La junta general de las sociedades de capital. Comentario de los artículos 159 a 208 LSC, Cizur Menor (Navarra) [Civitas – Thomson Reuters]*, 2022.

ALFARO, J., «La distribución de dividendos», en *Almacén de Derecho*, 2021. Disponible en: <https://almacenederecho.org/la-distribucion-de-dividendos> (consulta en: septiembre 2024).

ALFARO, J. «Las modificaciones estructurales y la sucesión universal como transmisión de patrimonios», en *Almacén de Derecho*, 2019. Disponible en: <https://almacenederecho.org/las-modificaciones-estructurales-y-la-sucesion-universal-como-transmision-de-patrimonios> (consultado: octubre 2024).

ÁLVAREZ ARJONA, J. M.^a, «Elementos comunes y la estrategia del cierre», en ÁLVAREZ ARJONA/CARRASCO (coords.), *Adquisiciones de empresas*, 5.^a ed., Cizur Menor (Navarra) [Aranzadi], 2019.

CARRASCO PERERA, A., «La renuncia a la regla rebus sic stantibus en un contrato de compraventa de empresa» *Gómez Acebo & Pombo, Análisis Mercantil*, 2024. Disponible en: https://ga-p.com/wp-content/uploads/2024/04/Renunciar_rebus.pdf (consulta: noviembre 2024).

Comunicación de la Comisión relativa a la definición de mercado de referencia a efectos de la normativa comunitaria en materia de competencia; Diario Oficial n° C 372 de 9.12.1997. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A31997Y1209%2801%29>

CNMC. Trámites. Competencia. Notificación de Concentraciones. Disponible en: <https://sede.cnmc.gob.es/tramites/competencia/notificacion-de-concentraciones> (consulta: octubre 2024).

BIBLIOGRAFÍA

CNMV. Guía rápida de CNMV. Las opas. Qué son y cómo actuar. CNMV. Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/inversor/opas.aspx?lang=es> (consulta: noviembre 2024).

CUATRECASAS, «10 claves de litigación de M&A», *Cuatrecasas*, 2023. Disponible en: <https://www.cuatrecasas.com/resources/responsabilidad-vendedor-text-643e753fd2d48072285560.pdf?v1.46.1.20230406> (consulta: noviembre 2023).

DEL VALLE DÍEZ, D., Firma (*signing*) y cierre (*closing*) en los contratos de compraventa de empresas (*SPA*), en *Economist & Jurist*, 2022. Disponible en: https://www.economistjurist.es/export.php?post_id=112520&v=1732824980 (consulta: octubre 2024).

FONTES, I., «Invalidez de un pacto de duración indefinida de limitación a la transmisibilidad de acciones y participaciones contenido en un protocolo familiar», *Gómez Acebo & Pombo, Publicación Mercantil*, 2020. Disponible en: <https://gap.com/publicaciones/invalidez-de-un-pacto-de-duracion-indefinida-de-limitacion-a-la-transmisibilidad-de-acciones-y-participaciones-contenido-en-un-protocolo-familiar/> (consulta: noviembre 2024).

GINER VINCUERIA, M., «Nueva Ley de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles», en *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, núm. 62, Octubre 2023, Págs.128 a 138. Disponible en: <https://www.uria.com/es/publicaciones/8575-nueva-ley-de-modificaciones-estructurales-de-sociedades-mercantiles> (consulta: octubre 2024).

GÓMEZ POMAR, F. y GILI, M.^a A., «Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas», en SEBASTIÁN QUETGLAS/JORDANO LUNA (coords.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3.^a ed., Madrid [Wolters Kluwer], 2021.

IBERDROLA, «Iberdrola Retribución Flexible: Optional Dividend scheme Information Booklet July 2022», 2022. Disponible en: <https://www.iberdrola.com/documents/20125/41749/Iberdrola+CDI+Booklet+Scrip+Dividend+Jan+2022+final.pdf/d5b99a70-0a69-adcc-6b6dea976faad41c?t=1640266448178> (consulta: diciembre 2024).

BIBLIOGRAFÍA

MYINVESTOR, «En efectivo o en scrip: Diferentes vías de cobrar el dividendo», 2023. Disponible en: <https://myinvestor.es/blog/en-efectivo-o-en-scrip-diferentes-vias-de-cobrar-el-dividendo/> (consulta: diciembre 2024).

PAZ-ARES, C., «El enforcement de los pactos parasociales», en *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, núm. 5, 2003. Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/1052/documento/03Candido.pdf>.

PAZ-ARES, C., «La cuestión de la validez de los pactos parasociales», en *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, núm. extraord., Madrid, 2011, pp. 254-256. Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3216/documento/art32.pdf>.

PERDICES, A., «Artículo 120. Transmisión de acciones», en ROJO/BELTRÁN (dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, tomo I, Cizur Menor (Navarra) [Civitas – Thomson Reuters], 2011.

REDONET, J., OEREDA, J. y PAREDES, C., «Ofertas públicas de adquisición de valores (I)» En SEBASTIÁN QUETGLAS/JORDANO LUNA (coords.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3.^a ed., Madrid [Wolters Kluwer], 2021.

REPSOL. Preguntas frecuentes. Scrip Dividend. Disponible en: <https://www.repsol.com/content/dam/repsol-corporate/es/accionistas-e-inversores/pdf/preguntas-frecuentes-scrip-dividend.pdf> (consulta: diciembre 2024).

RODRÍGUEZ ARTIAGAS, F., «Escisión, segregación y aportación de rama de actividad», en *Academia Matritense del Notariado*, Revista 32, Julio-Agosto 2010. Disponible en: <https://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-32/1118-escision-segregacion-y-aportacion-de-rama-de-actividad-0-11135258163451457> (consulta: octubre 2024).

SANTANDER. «Information in Spain about Scrip Dividend in new shares». Preguntas y respuestas en relación con el aumento de capital liberado. Disponible en: <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/en/contenido-paginas/accionistas-e-inversores/la-acci%C3%B3n-santander/dividendos/information-in-spain-about-scrip-dividend-in-new-shares-fully-paid-capital-increase-november-december-2020-en.pdf> (consulta: diciembre 2024).

BIBLIOGRAFÍA

SOTO SAN ROMÁN, J., «Retribución de socios y administradores en sociedades mercantiles», 2024. Disponible en: <https://jsabogado.es/retribucion-de-socios-y-administradores-en-sociedades-mercantiles/> (consulta: diciembre 2024).

VERA, E. «La escisión societaria, aspectos mercantiles y tributarios. Tipos de escisión (III): segregación y filialización», en *Blog Mercantil* mayo 2023. Disponible en: <https://www.ruizballesteros.es/tipos-de-escision-parte-iii-segregacion-y-filializacion/> (consulta: octubre 2024).

VIDAL VELA, D., «Una aproximación jurídica a la figura contable aportaciones de socios o propietarios de la cuenta 118 del Plan General Contable», en *LA LEY Mercantil* nº 80, mayo 2021 [Wolters Kluwer]. Disponible en: <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/art/una-aproximacion-juridica-a-la-figura-contable-aportaciones-de-socios-o-propietarios-de-la-cuenta-118-del-plan-general-contable> (consulta: octubre 2024).

VIDAL-PARDO DEL RÍO, M., «Procedimiento simplificado de segregación intragrupo», en Uría Menéndez, 2013. Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3941/documento/art0367.pdf?id=5422> (consulta: octubre 2024).

Decisión y sentencias:

Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000 (COMP/M.2077 Clayton Dubilier & Rise/Italtel, apartado 15).

STS (Sala 1.^a) de 18 de Mayo de 2012 (FD sexto) (RJ 2012, 406).

STS (Sala 1.^a) de 9 de mayo de 2016 (FD sexto) (RJ 2016, 2063).

STS (Sala 1.^a) de 20 de febrero de 2020 (FD tercero) (RJ 2020, 507).

STS (Sala 1.^a) de 7 de abril de 2022 (JF quinto) (RJ 2022,1974).

STS (Sala 1.^a) de 22 de diciembre de 2022 (FJ quinto) (RJ 2022, 1749).