



MÁSTER UNIVERSITARIO EN ACCESO A LA ABOGACÍA Y A LA PROCURA
CASO PRÁCTICO PARA EL TRABAJO FIN DE MÁSTER ESPECIALIDAD
DERECHO DE LA EMPRESA CURSO 2024/2025

SILVIA REGALADO GÓMEZ

Índice

1. Resumen ejecutivo.....	3
2. Argumentación y resolución de las cuestiones planteadas	5
I. Evaluación de la adquisición y fusión con Andalusia Harbors	5
a. Consecuencias adversas del procedimiento sancionador y protección contractual	5
b. Protección contractual.....	7
c. Reorganización societaria para la adquisición	16
d. <i>Due diligence</i>	22
e. Compromiso de no competencia	23
II. Evaluación de la toma de participación minoritaria en OceanShip	25
a. Evaluación de la obligación de lanzar una OPA	25
b. Derecho de voto y posible anulación del acuerdo de fusión	28
III. Implementación de un esquema <i>scrip dividend</i>	30
a. Concepto y fundamento económico	30
b. Posición jurídica del accionista.....	30
c. Régimen jurídico	32
d. Partidas del balance con cargo a las que puede realizarse la operación.....	34
e. Competencias de la Junta General	34
f. Funciones del órgano de administración	35
g. Diferencias con la ampliación de capital liberada	37
h. Derechos políticos y ley de mercado de valores	38
i. “Efecto esterilización” del dividendo elección.....	38

1. Resumen ejecutivo

En el presente informe, nuestro despacho va a realizar un análisis de cada una de las situaciones planteadas por nuestros clientes, explicando de forma detallada y objetiva cómo debería actuar en las diferentes fases.

En un primer momento, asesoraremos al fondo de inversión Atlas Capital (en adelante “el comprador” o el “Fondo de inversión Atlas Capital”), que recientemente ha adquirido Andalusia Harbors, S.L. (en adelante "Andalusia Harbors"), que es una sociedad que opera instalaciones portuarias en el sur de España. Nuestro cliente ha mostrado interés en la adquisición de la división de gestión portuaria de Estrella del Mar. La finalidad última de esta operación es la integración de Andalusia Harbors y la división de gestión portuaria de Estrella del Mar en un único grupo económico mediante una fusión.

El equipo directivo de Andalusia Harbors ha informado que la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (en adelante “CNMC”) podría haber iniciado un procedimiento sancionador contra diversas compañías del sector con actividades en el norte de España. Tras realizar las verificaciones necesarias, se ha confirmado que en diciembre de 2023 se abrió un expediente sancionador contra, entre otras, Estrella del Mar S.A (en adelante “Estrella del Mar”).

Según se informa, el jefe de división de Estrella del Mar se habría reunido en repetidas ocasiones con sus homólogos de otras cuatro compañías para acordar en qué subastas participar, con el objetivo de maximizar los retornos económicos. Estos hechos afectarían, en particular, a la concesión del puerto de Santander.

Es por ello, por lo que como explicaremos más adelante, recomendamos a nuestro cliente a que lleve a cabo una *due diligence* exhaustiva para evaluar las implicaciones legales y financieras de la fusión propuesta. Esta revisión debe incluir un análisis detallado de los acuerdos y prácticas pasadas de Estrella del Mar, especialmente en relación con las concesiones portuarias. Además, se sugiere la inclusión de cláusulas de resolución de conflictos mediante mediación o arbitraje, y la implementación de un contrato *escrow*.

En base al análisis exhaustivo de la situación de la Sociedad, en el Informe procederemos a valorar la gravedad de las contingencias, propondremos soluciones para evitar que las mismas se materialicen y contemplaremos qué medidas tendremos que aplicar para reducir eventuales daños a la parte adquiriente. Igualmente asesoraremos en las cláusulas contractuales que se deberían incluir en el acuerdo de compraventa *Share Purchase Agreement* (SPA) con el fin de garantizar la seguridad de la operación.

Por otro lado, desde nuestro punto de vista, consideramos que la reorganización societaria para que Estrella Gestión de Puertos S.L.U. (en adelante “Estrella Gestión de

Puertos”) controle la totalidad de la actividad objeto de la adquisición, se deberá hacer a través de una transferencia de todas las concesiones y activos relacionados con la gestión portuaria en el puerto de Bilbao de Estrella del Mar a Estrella Gestión de Puertos.

En una segunda fase, una vez nuestro cliente ya haya adquirido la Sociedad, realizaremos un análisis de las diversas preguntas formuladas sobre las decisiones del gobierno corporativo de la Sociedad Estrella del Mar. Primero atendiendo a su objetivo de obtener una participación minoritaria del 29,7% de la sociedad cotizada OceanShip, empresa líder en el transporte de mercaderías entre los principales puertos del mar Mediterráneo.

Por último, nuestro cliente nos plantea como de factible es llevar a cabo la implementación de un esquema de *scrip dividend*, que ofrezca a los accionistas la opción de recibir dividendos en efectivo o en acciones adicionales. Este esquema debe ser transparente y equitativo, fijando un precio justo para las nuevas acciones emitidas. Recomendamos considerar tener en cuenta las preocupaciones de la familia Azcona, quien ha expresado su preferencia por recibir dividendos en metálico, sugiriendo que esta opción sea la predeterminada para aquellos accionistas que no expresen su elección.

En cada uno de los apartados, realizaremos una conclusión, aclarando cuáles consideramos que serían soluciones más óptimas, en relación con cada una de las preguntas formuladas por ambos clientes. Atendiendo a que ambas sociedades operan en España, el análisis se realizará al amparo de la legislación española. Cualquier ordenamiento extranjero que pudiera resultar aplicable a los activos o a los negocios de alguna de las sociedades deberá ser valorado por los asesores correspondientes jurisdiccionales.

2. Argumentación y resolución de las cuestiones planteadas

I. Evaluación de la adquisición y fusión con Andalusia Harbors

La compraventa de acciones o participaciones sociales consiste en un tipo de operación mercantil mediante la cual se adquiere el conjunto de estas con la consecuente transmisión de los activos y pasivos de la mercantil.

Asimismo, entendemos por modificaciones estructurales ciertas operaciones de reestructuración empresarial que suponen una alteración sustancial del contrato de sociedad. Estas modificaciones suponen un cambio en cuanto a la estructura, así como a la posición jurídica patrimonio y administrativa de los socios.

La Ley 3/2009 de Modificaciones estructurales de las Sociedades Mercantiles¹ se encarga de regular este tipo de operaciones, ofreciendo tratamiento único y orgánico a las sociedades mercantiles. La Ley incluye dentro de Modificaciones Estructurales las figuras de la transformación, la fusión, la escisión, así como la cesión global de activo y pasivo.

En nuestro caso, la operación que quiere llevar a cabo el Fondo de Inversión es la integración del Grupo Andalusia Harbors y el Grupo de Estrella del Mar en un único grupo económico, por medio de una fusión, teniendo el fondo que asumir tanto los activos como los pasivos de estas empresas.

Es importante destacar que antes de comenzar con este procedimiento de modificación estructural de las sociedades, los acreedores tendrán derecho a oponerse a la fusión empresarial, en base al artículo 44 LME.

a. Consecuencias adversas del procedimiento sancionador y protección contractual

Al haberse confirmado que, en diciembre de 2023, se abrió expediente contra Estrella del Mar, nos dirigimos a la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia² (en adelante “LDC”) para conocer las consecuencias que esto podría tener.

Los acuerdos para el reparto de mercado, también conocidos como acuerdos de reparto de mercado o acuerdos de segmentación de mercado, son aquellas prácticas anticompetitivas en las cuales dos o más empresas acuerdan dividirse el mercado para reducir la competencia entre ellas. Estos acuerdos pueden tomar varias formas, como la asignación de territorios geográficos específicos, la segmentación de clientes o la distribución de productos específicos entre las empresas diferentes.

¹ Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

² Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

Como se desprende de los hechos, el jefe de división de Estrella del Mar se reunió con otros cuatro jefes de división de cuatro compañías distintas, para repartirse entre ellos en qué subastas concurrir y de esta forma lograr maximizar los retornos económicos.

Para conocer las consecuencias legales de las conductas llevadas a cabo por el jefe de división de Estrella del Mar, nos dirigimos al artículo 1 de la LDC, en el que se establece la prohibición de todo tipo de acuerdos, decisiones, recomendaciones colectivas o prácticas concertadas que tengan el propósito o el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia en el mercado nacional. Esta prohibición incluye, entre otras cosas, la fijación de precios directa o indirectamente, la limitación o control de la producción y distribución, el reparto del mercado o de las fuentes de aprovisionamiento, la aplicación de condiciones desiguales en las relaciones comerciales que creen desventajas competitivas, y la subordinación de la celebración de contratos a la aceptación de prestaciones adicionales no relacionadas con dichos contratos.

Con esta decisión, Estrella del Mar ha violado las prohibiciones anteriormente citadas, siendo estos acuerdos nulos de pleno derecho. El hecho de reunirse con otros jefes de división y repartirse entre ellos en que subastas concurrir, no mejora la producción, comercialización, ni distribución de bienes y servicios, ni tampoco promueve el progreso técnico o económico, por ello, esta conducta quedará sancionada, ya que se está eliminando la competencia en una parte sustancial del mercado.

El desarrollo de cualquier conducta, que como la de Andalusia Harbors, esté tipificada tanto en el artículo 1 LDC, como en el artículo 101 de Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea³ (en adelante “TFUE”), de conformidad con el artículo 62 de la LDC, se considerará infracción muy grave. Estas serán sancionadas con multa de hasta el 10 por ciento del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior a la imposición de la multa.

El artículo 101 del TFUE establece que son incompatibles con el mercado interior y, por tanto, prohibidos, todos los acuerdos entre empresas, las decisiones de asociaciones de empresas y las prácticas concertadas que puedan afectar al comercio entre los Estados miembros y que tengan como objetivo o efecto impedir, restringir o falsear la competencia en el mercado interior. Esto incluye, entre otros, la fijación de precios, la limitación de producción o inversiones, la repartición de mercados, la imposición de condiciones desiguales a terceros y la subordinación de contratos a condiciones irrelevantes.

Los acuerdos o decisiones que infrinjan estas normas serán nulos de pleno derecho. Sin embargo, existen excepciones a esta prohibición: aquellas prácticas que contribuyan a mejorar la producción, distribución de productos o fomentar el progreso técnico o

³ Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea 2012.

económico, y que reserven una participación equitativa en el beneficio a los usuarios, pueden ser declaradas inaplicables siempre que no impongan restricciones innecesarias a las empresas ni eliminen la competencia en una parte sustancial de los productos afectados.

La CNMC podría imponer medidas correctivas para Andalusia Harbors para de esta forma restaurar la competencia en el mercado, lo que podría incluir la modificación o terminación de contratos y la imposición de obligaciones de comportamiento.

Ante esta situación, recomendamos a nuestro cliente, incluir una serie de cláusulas o acuerdos en el contrato de compraventa, que vienen regulados en los siguientes textos normativos;

El Código Civil⁴ (en adelante “CC”) establece los principios básicos que rigen la formación, validez y ejecución de los contratos. Según el artículo 1.255, las partes tienen la libertad de establecer los pactos, cláusulas y condiciones que consideren convenientes, siempre que no sean contrarios a la ley, la moral o el orden público, por lo que este principio permite a las partes incluir cláusulas de representaciones y garantías en sus contratos. Además, el artículo 1.261 define los requisitos esenciales para la validez de los contratos, y el artículo 1.265 establece que será nulo el consentimiento prestado por error, violencia, intimidación o dolo, lo cual es relevante en el contexto de representaciones y garantías.

El Código de Comercio⁵, por su parte, regula los contratos mercantiles y contiene disposiciones específicas aplicables a las relaciones comerciales. El artículo 2 indica que en los actos de comercio se aplicarán supletoriamente las disposiciones del Código Civil, y el artículo 50 dispone que los contratos mercantiles se regirán por los pactos válidamente establecidos en ellos, siempre que no sean contrarios a disposiciones legales de carácter imperativo.

b. Protección contractual

A continuación, vamos a desarrollar una serie de cláusulas que podrían incluirse en el contrato de compraventa de nuestro cliente, el Fondo de Inversión, para que este quede protegido de los posibles riesgos que pudiesen surgir:

a) Cláusulas indemnizatorias

En primer lugar, recomendamos a nuestro cliente incluir cláusulas de indemnización en el contrato de compraventa.

Estas cláusulas de indemnización que recomendamos que incluya, deben contener lo relativo a (i) la indemnización general frente a incumplimientos de las manifestaciones

⁴ Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

⁵ Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio.

y garantías, y la posibilidad por parte de nuestro cliente, de resolver el contrato si se diese un incumplimiento esencial por la parte vendedora, (ii) indemnizaciones específicas para cuando se materialicen las contingencias indicadas en los *Disclosure Schedules*, y (iii) el procedimiento para la reclamación y pago de dichas indemnizaciones

Al incluir esta cláusula en el contrato, estaremos obligando a que Estrella del Mar deba compensar a nuestro cliente por los daños, pérdidas o responsabilidades que puedan surgir en relación con el contrato de compraventa.

Más concretamente, y conociendo que en 2023 se abrió expediente contra el comprador, se podría establecer en estas cláusulas, que en el caso en el que Estrella del Mar fuese sancionada por la CNMC, esta deberá indemnizar la cantidad que venga recogida en el contrato de compraventa.

Incluir una cláusula de indemnización en el contrato de compraventa es una medida preventiva esencial que protege los intereses de nuestro cliente. Al establecer claramente las obligaciones de compensación por parte de Estrella del Mar, se asegura una protección financiera ante cualquier sanción o responsabilidad derivada de acciones pasadas o futuras que puedan impactar negativamente en la transacción. Dado el expediente abierto en 2023 contra el vendedor, esta cláusula no solo proporciona una red de seguridad económica, sino que también fomenta la transparencia y la responsabilidad, creando un marco contractual más sólido y confiable. Esta protección adicional refuerza la confianza en el acuerdo y minimiza los riesgos potenciales asociados con el incumplimiento normativo por parte de Estrella del Mar.

En primer lugar, y con el fin de proporcionar una visión más amplia de las implicaciones de incluir este tipo de cláusula en el contrato de compraventa, es importante destacar que las indemnizaciones generales estarán sujetas a los límites de responsabilidad del vendedor, según lo pactado previamente entre las partes. En este contexto, recomendamos a nuestro cliente a que acuerde la inclusión de que la parte vendedora se comprometa a mantener indemne y a reparar todos los daños y perjuicios sufridos por el comprador. Estos daños pueden derivarse del incumplimiento, falsedad, inexactitud o inconsistencia de cualquiera de sus manifestaciones realizadas.

Adicionalmente, en el supuesto de que una manifestación y garantía haya sido calificada por las partes como esencial para la ejecución y validez de la operación de compraventa, el Fondo de Inversión Atlas S.A., en su calidad de parte afectada, se reservará el derecho de resolver el contrato unilateralmente. Esto será aplicable además del derecho a reclamar una indemnización completa por los perjuicios ocasionados, de conformidad con las estipulaciones contractuales y las disposiciones legales pertinentes.

En segundo lugar, y como citábamos con anterioridad, recomendamos a nuestro cliente a que acuerde con el comprador a ser indemnizado de forma completa y total bajo este contrato de compraventa por todos los daños y perjuicios derivados de la ocurrencia de las contingencias que se detallan en los *disclosure schedules*. Así, nuestro cliente se reserva el derecho de repetir contra el vendedor todo importe que haya debido pagar por concepto de sanción, multa, blindaje, indemnización, costas, honorarios de asesores legales y representantes, y cualquier otro costo derivado de aquellos eventos indicados en los *disclosure schedules*.

Para garantizar la seguridad jurídica de la operación de compraventa y de los intereses de las partes, es importante regular (i) los pasos a seguir por las partes cuando se identifique un daño indemnizable, (ii) los plazos para solicitar la reclamación, (iii) la forma en que debe pedirse la indemnización, (iv) la metodología y forma de calcular el importe a reclamar, (v) el procedimiento de resolución de conflictos orbital o jurisdiccional que eventualmente se derive del no reconocimiento o impago del perjuicio, (vi) forma de ejecutar las garantías de indemnización que se haya pactado, (vii) cualquier otro aspecto relevante a estos efectos.

La inclusión de una cláusula de indemnización es especialmente beneficiosa para nuestro cliente, teniendo en cuenta que el vendedor, Estrella del Mar, ya enfrenta un expediente sancionador. Esta situación incrementa el riesgo de posibles sanciones futuras que podrían impactar negativamente en la transacción. Al incorporar una cláusula de indemnización, nuestro cliente no solo se protege contra incumplimientos generales, sino que también asegura una compensación específica en caso de que se materialicen sanciones relacionadas con el expediente sancionador ya impuesto en 2023. Esto proporciona una red de seguridad financiera que minimiza el impacto económico de cualquier sanción o responsabilidad emergente, garantizando que nuestro cliente no asuma ningún tipo de coste inesperado derivado de acciones pasadas del vendedor.

b) Cláusula de manifestaciones y garantías específicas

Para que el comprador pueda rescindir el contrato o reclamar indemnizaciones si se descubre que la información proporcionada por el vendedor es incorrecta, se podría considerar el hecho de añadir cláusulas de representaciones y garantías específicas sobre el cumplimiento normativo y la ausencia de procedimientos sancionadores no divulgados.

Las cláusulas de representaciones y garantías específicas son disposiciones contractuales que aseguran que cada parte en una transacción proporciona información veraz y cumple con ciertas condiciones antes de completar el acuerdo. Su objetivo principal es proteger a las partes involucradas, especialmente al comprador, al

establecer la veracidad de la información proporcionada y el cumplimiento de las obligaciones contractuales.

Las representaciones son declaraciones de hechos pasados o presentes, mientras que las garantías son promesas de que ciertos hechos son verdaderos o se cumplirán en el futuro.

En toda operación de compraventa de empresa el riesgo recae sobre el comprador, por lo que este debe ser diligente, al no estar obligado el vendedor al saneamiento por los defectos ocultos, por los defectos manifiestos o que estuviesen a la vista, ni tampoco por los que no lo estuviesen, si el comprador pudiera fácilmente conocerlos por su profesión u oficio (artículo 1.484 CC).

Se llevan a cabo auditorías legales y fiscales o *due diligence*, con el fin de identificar posibles contingencias y trasladar el riesgo del comprador al vendedor en la redacción del contrato de compraventa o SPA (*sales purchase agreement*).

Es importante tener en cuenta que las deudas con Hacienda prescriben a los cuatro años, por lo que, aunque la compraventa se firme, el riesgo de que la Administración inicie una revisión sobre ejercicios anteriores a transmisión y gire liquidaciones va a seguir existiendo.

Ante esa posible contingencia, recomendamos a nuestro cliente a exigir garantías, o la retención de parte del precio de la operación. En este sentido, el proceso de *due diligence* suele complementarse con la introducción de la correspondiente cláusula de manifestaciones y garantías en el contrato de compraventa, a través de la cual el vendedor realiza una serie de declaraciones en relación con la sociedad objetivo de compra, garantizando que la información otorgada a la parte compradora es veraz y completa, y pactándose la responsabilidad del vendedor en el contrato para el caso de que se incumpla alguna de estas manifestaciones.

Como se desprende de los hechos, Estrella del Mar ha llevado a cabo una serie de prácticas anticompetitivas por lo que recomendamos a nuestro cliente que adhiera este tipo de cláusula en el contrato de compraventa.

En este tipo de contratos suele excluirse el régimen general del CC, estableciendo que las partes renuncian a la facultad de resolver el contrato de compraventa y, únicamente, pueden exigir una indemnización fijada en el contrato o las indemnidades específicas pactadas.

Por tanto, no cumplir con alguna de las obligaciones de hacer o no hacer fijadas en el contrato, no previene la perfección de este, sino que supone un incumplimiento contractual y deberán indemnizarse los daños y perjuicios causados.

En el presente caso se introduciría en el SPA por Atlas Capital, que Estrella del Mar tiene un expediente sancionador abierto desde diciembre de 2023 por haber llevado a cabo una serie de prácticas anticompetitivas en el mercado nacional, y se otorgarían una serie de garantías en caso de no hacer frente a los requerimientos que pudiesen hacer los organismos públicos respecto de esas prácticas anticompetitivas.

De esta manera, el comprador tendría una mayor protección de producirse algún incumplimiento por Estrella del Mar de alguna de las afirmaciones realizadas, ya que se desplazaría la aplicación del régimen general del CC, para aplicar dicha cláusula, ofreciendo mayores garantías y facilidades para resarcir al comprador por dicho incumplimiento. En caso de producirse un incumplimiento por parte del vendedor, el comprador tendría derecho a la correspondiente indemnización por los daños y perjuicios causados.

Las manifestaciones y garantías suponen que de su veracidad y exactitud tiene que responder la parte vendedora, y suele tratarse de riesgos potenciales no identificados, a los cuales se les aplica un régimen general de responsabilidad, incluyendo tanto aspectos sobre capacidad y poderes, cuestiones societarias, contratos, seguros, procesos litigiosos, protección de datos personales, autorizaciones administrativas, cargas y gravámenes sobre activos, obligaciones laborales, fiscales, y la financiación de la sociedad target, entre otras cuestiones.

Esta cláusula es utilizada en las operaciones de M&A debido a que de aplicarse el régimen general del CC, las consecuencias podrían llegar a ser bastante desastrosas y costosas en el seno de la operación. Y es que, la resolución del contrato no suele ser la opción preferida tanto por el comprador, como por el vendedor, debido al coste que ello implica.

Asimismo, acudir por la vía del CC supondría el inicio de un proceso litigioso en la mayoría de los casos, lo cual implicaría tiempo y coste para obtener una resolución al respecto. No obstante, en el régimen de responsabilidad de las manifestaciones y garantías se regularán, por un lado, los límites temporales, ya que el vendedor no puede ser responsable de manera indefinida, que suele ser entre los 12 y los 14 meses, y, por otro lado, los límites cuantitativos, entre los que destacan:

El establecimiento de una cantidad máxima indemnizable por el vendedor, que suele vincularse al precio;

- El importe mínimo para que el daño sea indemnizable; y
- Una franquicia, es decir, una cantidad a partir de la cual el vendedor responde de los daños.

Como consecuencia, en nuestro caso, al ser un riesgo que ya ha sido identificado en el proceso de *due diligence*, lo más apropiado sería cubrirlo vía *indemnities*, al ser este un

mecanismo que permite el resarcimiento en el caso de que los riesgos identificados y ya conocidos por el comprador se materialicen.

Concretamente, son compromisos del vendedor de mantener indemne al comprador de los daños producidos por contingencias identificadas en la *due diligence*.

No obstante, otra opción puede ser optar directamente por pactar un ajuste del precio de compraventa, sin establecer ningún tipo de garantía. Sin embargo, es poco probable que el vendedor acepte un precio más bajo por la existencia de un potencial riesgo que puede no llegar a materializarse nunca. Por tanto, esta opción difícilmente se pactará. En cuanto a las garantías a ofrecer por el vendedor para mantener indemne al comprador de materializarse la contingencia de las prácticas anticompetitivas, existen varias opciones: (i) Seguros de *warranties and indemnities*; y (ii) Contrato *escrow*.

i. Seguros de *warranties and indemnities*

Este seguro suele cubrir la responsabilidad del vendedor en caso de no cumplir con las manifestaciones y garantías contenidas en el contrato.

En la esfera de las transacciones de fusiones y adquisiciones en España. Es habitual que el vendedor ofrezca *warranties* que se complementan con compromisos de indemnización que protegen al comprador ante cualquier declaración inexacta. Esta práctica se ha enriquecido con la introducción de seguros y manifestaciones y garantías, que transfieren la responsabilidad de indemnización al comprador por parte de la asegurado, dentro de los límites que se hayan pactado en la póliza.

No obstante, hay que diferenciar entre la responsabilidad derivada de las *warranties* y de las *indemnities*. Las *warranties* sirven como declaraciones vinculantes sobre la situación actual de la empresa, mientras que las *indemnities* están diseñadas para ofrecer compensación específica por pérdidas o daños futuros resultantes de riesgos conocidos y se centran en regular al detalle las consecuencias de su materialización, estableciendo procedimientos de reclamación y mecanismos de compensación detallados.

La póliza puede ser contratada por el comprador o por el vendedor. En el caso de que la contrate el comprador, suele optarse por pactar la deducción de la prima del precio de compraventa, respondiendo la aseguradora directamente cuando se produzca una reclamación por parte del comprador. Por el contrario, si el seguro es contratado por el vendedor, este sigue respondiendo frente al comprador por el incumplimiento, pero podrá reclamar a la aseguradora para que cubra dichos importes.

Mediante la contratación de este seguro se incluye la figura de un tercero en la operación, como es la compañía aseguradora, quién determinará si verdaderamente se ha producido un incumplimiento.

La presencia de las *warranties and indemnities* en los contratos de compraventa ofrece resguardo al comprador frente a la aparición de riesgos no detectados durante la *due diligence* y a través de ellas se estipulan límites temporales y cuantitativos a la responsabilidad del vendedor, extendiendo, (en virtud del artículo 1.964 del CC) el plazo para reclamar a cinco años, en lugar de los seis meses indicados en el artículo 1.490 del mismo código.

Además, las cláusulas indemnizatorias que limitan la responsabilidad del vendedor a menudo incluyen un umbral mínimo para reclamaciones y una cuantía máxima de indemnización, generalmente vinculada al precio de compra de la empresa. Dichos límites están diseñados para equilibrar los intereses de ambas partes, protegiendo al vendedor de demandas desmedidas y al comprador de pérdidas sustanciales. Además, se establecen periodos temporales, comúnmente entre 12 y 24 meses, para la mayoría de las contingencias, excepto aquellas fiscales, laborales y administrativas, para las cuales se suele fijar un plazo igual al de prescripción legal.

El marco legal se ha adaptado para proporcionar certeza y equidad, permitiendo a las partes negociar con una comprensión clara de sus derechos y obligaciones.

Por otro lado, el seguro de *warranties and indemnities* se ha establecido como un mecanismo crucial en las transacciones de M&A, con la ventaja de ser contratado tanto por el comprador como por el vendedor.

La elección entre seguros con o sin recurso determinará si es posible reclamar al vendedor una vez se haya superado un cierto umbral de responsabilidad, como se indica en las pólizas contratadas por los vendedores.

La aseguradora desempeña un papel activo en la *due diligence* y en la redacción de las cláusulas de las *warranties*, lo que añade solidez financiera tras el cierre de la operación y resulta beneficioso en casos con múltiples vendedores o cuando se busca mantener relaciones comerciales posventa sin conflictos. Sin embargo, este tipo de pólizas suelen excluir de cobertura contingencias conocidas al momento de la suscripción, obligaciones de gestión post-cierre, actos delictivos del asegurado, y contingencias ambientales, fiscales o relacionadas con la prevención de blanqueo de capitales; precisamente para mitigar el riesgo de la aseguradora.

Ahora bien, considerando las contingencias identificadas durante la *due diligence* recomendamos a nuestro cliente a emplear mecanismos contractuales que ofrezcan protección y mitiguen los riesgos asociados a la adquisición de la sociedad.

Para ello, se recomienda la inclusión de las siguientes cláusulas y acuerdos en el contrato de compraventa de participaciones:

Para la contingencia derivada de los acuerdos que falsean la competencia en el mercado nacional, resulta esencial la incorporación de una cláusula de *indemnities* específica que obligue al vendedor a asumir la responsabilidad y los costes que pudieran surgir por posibles investigaciones y sanciones de la AEAT relacionadas con el incumplimiento mencionado.

En ella se deberán detallar los riesgos fiscales conocidos y establecer un procedimiento de reclamación en caso de materialización del riesgo, así como cuantificar la indemnización a cargo del vendedor, incluyendo tanto las sanciones impuestas como los recargos y costes asociados.

Además, nuestro cliente debería considerar la posibilidad de suscribir un seguro de warranties e *indemnities* para cubrir las responsabilidades derivadas de las manifestaciones y garantías, pues dicha póliza proporcionaría una capa adicional de protección frente a las contingencias identificadas.

Así, deberá negociarse quién asumirá la prima de la póliza y cómo afectará esto a los términos de la transacción, incluyendo la posibilidad de deducir este coste del precio de compraventa.

Finalmente, para las warranties, es recomendable que se especifiquen aquellas que tienen como base la *due diligence* realizada, subrayando aquellos aspectos que se han verificado y confirmado por el vendedor y aquellos riesgos que han sido revelados.

Por otra parte, el contrato debe contemplar la facultad de resolución por parte del comprador ante el incumplimiento de esas warranties, por ser un incumplimiento contractual esencial (*material breach*).

En esta línea, también será conveniente incluir una cláusula de resolución de conflictos, que establezca de forma clara y expresa el sometimiento a la mediación o al arbitraje como alternativas a la vía judicial, con el objetivo de resolver de forma más ágil, confidencial y menos onerosa los conflictos que pudieran surgir entre las partes tras el cierre de la operación.

En conclusión, un contrato de compraventa de participaciones bien estructurado, que integre todas las medidas de protección mencionadas, permitirá a nuestro cliente abordar con confianza y seguridad la adquisición de Estrella del Mar minimizando los riesgos y asegurando una transición exitosa en el mercado español.

ii. Contrato escrow

Una segunda medida de protección que recomendamos a nuestro cliente que incluya, es que una parte del precio de compra fuese retenida en una cuenta de depósito en garantía (*escrow*) hasta que se resuelva el procedimiento sancionador.

El *escrow* consiste en un depósito en garantía a nombre de un tercero designado por las partes. La cantidad depositada suele ser una parte del precio de compraventa que queda retenida en este depósito y que se entregará al vendedor cuando se cumpla con la condición pactada en el contrato, siendo en este caso, la prescripción de la posible reclamación por llevar a cabo prácticas anticompetitivas en el mercado⁶.

De esta manera, en caso de que nuestro cliente no dispusiese de los recursos necesarios para hacer frente al posible pago de la operación de compraventa, este se asegura con una parte del propio precio pagado por el comprador. Por tanto, en caso de cumplirse la contingencia supondría una reducción del precio de compraventa, pero de no cumplirse, el vendedor no vería reducido su beneficio ante un posible riesgo que puede llegar a materializarse o no.

Una de las condiciones que recomendamos a nuestro cliente que estableciese en este acuerdo, podría ser que la siguiente;

“Los fondos no serán liberados hasta que no hayan transcurrido dos años desde la fecha de la compraventa y se haya confirmado que no existen sanciones pendientes contra el comprador. Hasta que ambas condiciones se hayan cumplido, esta cláusula permanecerá en vigor y no se procederá su disolución en el contrato.”

La inclusión de esta cláusula *escrow* permite al comprador protegerse frente a posibles sanciones o reclamaciones que puedan surgir en relación con la transacción durante un periodo de dos años. Esta medida proporciona una garantía adicional y minimiza los riesgos asociados a la transacción, promoviendo de esta forma una mayor confianza y seguridad a ambas partes involucradas en este procedimiento de compraventa.

En conclusión, recomendamos a nuestro cliente la inclusión de una segunda medida de protección mediante un acuerdo de *escrow*. Esta estrategia no solo salvaguarda al comprador ante potenciales sanciones derivadas de prácticas anticompetitivas, sino que también ofrece una estructura clara para la retención de una parte del precio de compraventa. Al establecer que los fondos en la cuenta de depósito en garantía no se liberarán hasta dos años después de la transacción, y solo si no existen sanciones pendientes, se añade una capa adicional de seguridad y previsibilidad tanto para el comprador como para el vendedor. De esta forma, se fomenta una relación de confianza entre las partes, garantizando que cualquier riesgo potencial esté adecuadamente cubierto, sin perjudicar el beneficio del vendedor en caso de que no se materialicen las contingencias previstas.

⁶ Rosales, L. A. P. (2018). El contrato de *escrow* en el Derecho español. La Ley mercantil, (49), 3

c. Reorganización societaria para la adquisición

El objetivo principal de la reorganización societaria es que Estrella Gestión Puertos, controle la totalidad de la actividad objeto de adquisición. Esta sociedad será la entidad objeto de compraventa, y se busca evitar cualquier tipo de venta intragrupo en la medida de lo posible.

Actualmente, la estructura societaria del grupo Estrella del Mar se compone de varias entidades. Estrella del Mar, S.A. es (i) la sociedad matriz y titular de la concesión del puerto de Bilbao, asimismo, es titular de un contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L. por el que se le presta su flota de remolcadores. Esta sociedad también aglutina el equipo de dirección que presta soporte tanto a la actividad de estiba como al transporte de mercancías; (ii) es titular de las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander, y (iii) posee la concesión del puerto de Casablanca y opera la ruta de transporte de mercancías entre Bilbao y Casablanca. Asimismo, es la sociedad cabecera del negocio de transporte de mercancías, participada al 100% por Estrella del Mar.

Atendiendo al deseo de nuestro cliente; que la Sociedad Estrella Gestión Puertos llegue a controlar directamente el total de las participaciones de Estrella del Mar y Andalusia Harbors, procederemos a proponer diferentes alternativas que nuestro cliente podría considerar de cara a poder presentárselo a Estrella del Mar.

Primero. - Escisión parcial

Estrella del Mar, transferirá las concesiones y activos relacionados con la gestión portuaria en el puerto de Bilbao a Estrella Gestión Puertos, esta transferencia incluirá todos los derechos y obligaciones asociados a la concesión, así como los activos físicos y operativos necesarios para la gestión portuaria (personal de tierra especializado que presta tareas de soporte a la actividad de estiba y la titularidad del contrato de arrendamiento con Barcos Antón S.L.). Para llevar a cabo esta operación, se deben tener en cuenta ciertos artículos del Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre⁷.

La transferencia de concesiones y activos relacionados con la gestión portuaria en el puerto de Bilbao debe cumplir con los artículos 82, 83, 84 y 85 del Real Decreto Legislativo 2/2011 y obtener la aprobación de la Autoridad Portuaria de Bilbao, ya que es esencial seguir el procedimiento establecido y obtener todas las autorizaciones necesarias.

La Autoridad Portuaria de Bilbao es la entidad responsable de la gestión y administración del puerto y debe aprobar la transferencia, verificando que se cumplan todos los requisitos legales y contractuales.

⁷ Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, que aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante.

Para poder reorganizar la Sociedad Estrella del Mar, lo primero que debemos tener en cuenta es que el patrimonio de la entidad de Estrella Gestión de Puertos está constituido por una participación del 100% en Estrella del Mar.

La operación de escisión parcial consistiría en que la sociedad de Estrella del Mar traspase todos los derechos y obligaciones asociados a la concesión, así como los activos físicos y operativos necesarios para la gestión portuaria a Estrella Gestión de Puertos, todo ello conforme al artículo 60 RDME.

Al ser el objeto de transmisión unas participaciones que confieren la mayoría del capital social en otra entidad, la operación se define como escisión financiera conforme al artículo 76.2.1º.c) Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades⁸ (en adelante “LIS”).

Hay que destacar que este precepto exige que en la sociedad escindida (Estrella del Mar) se mantenga una rama de actividad, que en el caso de Estrella del Mar es la actividad de transporte de mercancías, requisito que por tanto sí que se cumpliría.

A efectos del balance de parte de la Sociedad Estrella del Mar que se dedica a la gestión portuaria, se producirá la baja de la partida “Participaciones en Estrella Gestión” y su contrapartida será una bajada del “Capital Social”. Por otro lado, en la Sociedad Estrella Gestión se incorporan las “Participaciones de las concesiones”, siendo su contrapartida un descenso de parte del valor de “Participaciones en Estrella del Mar”.

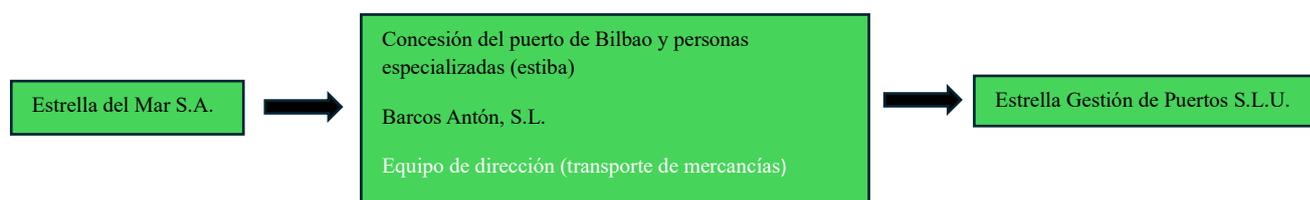
Una vez realizada la reestructuración, se nos solicita que se debe proceder a la posterior disolución de la sociedad intermedia que se dedica a la gestión portuaria. Para ello es necesario el acuerdo de disolución en la junta general de las concesiones de Bilbao, el cual será decidido por los socios de la entidad Estrella del Mar.

Seguidamente, se procederá a la liquidación de la parte escindida de Estrella del Mar, que se realizará conforme a los artículos 383 y siguientes de la LSC. Los liquidadores de la parte de la sociedad de Estrella del Mar que se va a escindir, la cual, no tiene créditos o deudas pendientes, deben proceder a la realización de sus activos para así satisfacer la cuota de liquidación a los socios cuanto antes. Sin embargo, en nuestro caso, debido a que la Sociedad Estrella del Mar es el único socio de Estrella Gestión de Puertos, todos los bienes de Estrella Gestión de Puertos se adjudicarán directamente en favor de la Sociedad Estrella del Mar como pago de dicha cuota de liquidación, integrándose en el patrimonio de la matriz.

En definitiva, la entidad que queda escindida, al no tener que proceder a la realización del activo y pago de créditos, no debe iniciar una fase de liquidación en sentido estricto

⁸ Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades

y, por ende, su junta general podrá adoptar un acuerdo simultáneo de disolución y liquidación de dicha sociedad (escritura en unidad de acto).



Segundo. - Fusión

Una vez se ha producido la escisión parcial de la parte de Estrella del Mar que se dedicaba a la gestión portuaria, ha pasado a formar parte de la entidad Estrella Gestión de Puertos, el segundo paso será llevar a cabo una fusión de Estrella del Mar y Estrella Marruecos.

En este caso se puede proceder a varias modalidades de fusión, modificación estructural que se define como una operación en la que dos o más sociedades inscritas se integrarán en una entidad, produciéndose la transmisión en bloque del patrimonio de una de las sociedades y, a cambio, se atribuirán a los socios de las sociedades que se extinguen participaciones de la sociedad resultante.

Planteamos ambas modalidades a continuación:

(a) Fusión impropia indirecta de participaciones de Estrella del Mar a Estrella Marruecos

Atendiendo a que las sociedades están íntegramente participadas (titulares del 100% de las participaciones), se puede realizar una fusión por absorción impropia, que permite la aplicación de un procedimiento de fusión más simplificado.

En concreto, como existe una sociedad (Estrella de Mercancías) entre la absorbente (la Sociedad Estrella del Mar) y la absorbida (Estrella del Marruecos), hay que aplicar los requisitos propios de la fusión indirecta.

El artículo 53 Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles (RDME) establece que la operación de fusión puede realizarse sin necesidad de que concurren los siguientes requisitos:

- a) La inclusión en el proyecto de fusión de las menciones relativas al tipo de canje de las participaciones, las modalidades de entrega de participaciones de la sociedad resultante a los socios de la sociedad absorbida, la fecha de participación en las ganancias sociales de la sociedad resultante o a cualquiera otra peculiaridad sobre este derecho o a la información relativa a la valoración

del activo y pasivo del patrimonio de cada sociedad que se transmite a la sociedad resultante.

- b) Los informes de los administradores sobre el proyecto de fusión.
- c) La aprobación de la fusión por las juntas generales de la sociedad o sociedades absorbidas.

En este supuesto, el RDME establece que será necesario el informe de expertos y, en su caso, el aumento de capital de la sociedad absorbente (Estrella del Mar). Conforme al artículo 41 RDME, atendiendo a que la fusión es entre sociedades limitadas y que la Sociedad Estrella del Mar es titular de la totalidad de las participaciones, consideramos que el informe de expertos no será necesario. En relación con el aumento de capital en la Sociedad Estrella del Mar, en este supuesto de fusión íntegramente participada hay que destacar que no se puede proceder al mismo. La Sociedad Estrella del Mar no puede crear nuevas participaciones como contrapartida a la entrega de participaciones de Estrella Marruecos por la sociedad intermedia Estrella Mercancías debido a que se estaría produciendo la adquisición de participaciones recíprocas. En concreto, Estrella Marruecos adquiriría participaciones de una sociedad dominante (la Sociedad Estrella del Mar), infringiendo así la prohibición de adquisición originaria de participaciones del artículo 134 LSC. En definitiva, en nuestro caso no se debe proceder al aumento de capital⁹.

Además, son varios los autores que vienen considerando que el hecho de que las sociedades tengan un 100% de la participación en cadena implica que nunca se produce un incremento real del patrimonio debido a que el valor patrimonial de Estrella Mercancías ya estaba reflejado en el balance de la Sociedad Estrella del Mar indirectamente. Es decir, el valor de Estrella Marruecos estaba incluido como mayor valor patrimonial en la Sociedad intermedia Estrella Mercancías.

En esta fusión impropia indirecta entre empresas del mismo grupo, los elementos patrimoniales de Estrella Marruecos se integrarán en el patrimonio de la Sociedad Estrella del Mar, absorbiendo todos los activos y pasivos de Estrella Mercancías.

Por su parte, Estrella Marruecos procederá a la eliminación de las participaciones de Estrella Mercancías y la sociedad absorbida se disolverá por tanto sin liquidación. Siguiendo con lo establecido en el artículo 53.2 RDME, al producirse con motivo de la fusión una disminución del Patrimonio Neto de la sociedad intermedia Estrella Mercancías, la Sociedad Estrella del Mar quedará obligada a compensar a ésta por el valor razonable de esa participación. No obstante, como posteriormente está previsto la

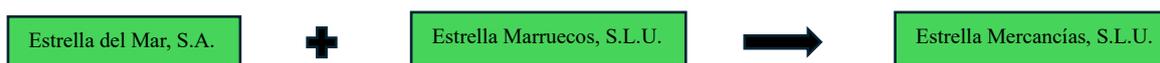
⁹ Escisiones. Canje de valores. Aportaciones no dinerarias de negocios. Otras operaciones protegidas. López-Santacruz Montes, José Antonio, y Ortega Carballo, Enrique, Lefebvre-El Derecho, S. A., Capítulo 1.

disolución de Estrella Mercancías, dicho valor relativo a la compensación volverá a Estrella del Mar.

A efectos del balance de la sociedad no participante Estrella Mercancías, se produciría la baja de la partida “Participaciones en Estrella Marruecos” siendo su contrapartida una disminución de la cuenta “Reservas”. Por otro lado, en la Sociedad se incorporan los activos y pasivos de Estrella Marruecos, siendo la contrapartida un descenso del valor de “Participaciones en Estrella Mercancías”.

Respecto a las formalidades exigidas por la ley, otro aspecto que debemos tener en cuenta es que la junta general de la sociedad absorbente (Estrella del Mar) no tiene la obligación de aprobar la fusión, siempre y cuando con un mes de antelación a la fecha prevista para la formalización de la absorción se haya publicado el proyecto por cada una de las sociedades participantes.

Por ende, es suficiente la aprobación de la junta general de la sociedad absorbida Estrella Marruecos que, al ser unipersonal, no se deberá atender a las mayorías legales.



(b) Fusión inversa o invertida de Estrella Marruecos a Estrella Mercancías

Otra posible alternativa de fusión sería que la sociedad Estrella Marruecos absorbiera a la entidad Estrella Mercancías, siendo calificadas como sociedad absorbente y absorbida, recíprocamente. Dicha operación viene regulada en el artículo 56, apartado 2, de RDME y la misma implica que en el momento de la fusión entre los patrimonios de Estrella Marruecos y Estrella Mercancías se produce la disolución sin liquidación de la sociedad transmitente, en este caso Estrella Mercancías.

A efectos formales, respecto a la obligatoriedad de elaborar un informe de expertos y proceder a un aumento de capital en Estrella Marruecos, en este caso también se aplica lo mismo que en la fusión impropia indirecta, tal y como hemos establecido en el apartado anterior. Por lo tanto, a efectos del balance de la sociedad Estrella Marruecos, se incorporan los activos y pasivos de Estrella Mercancías, a excepción de la participación de Estrella Marruecos, y su contrapartida sería un aumento de reservas.

Respecto a la Sociedad, ahora pasaría a ostentar “Participaciones en Estrella Marruecos”. Aunque la operación de fusión y disolución de Estrella Marruecos es simultánea, sí que se estaría produciendo un control de la Sociedad sobre Estrella Mercancías. Respecto de Estrella del Mar, ahora pasaría a tener participaciones en Estrella Marruecos directamente, en vez de en Estrella Mercancías.

El último paso que solicita nuestro cliente es la fusión de Estrella del Mar y Andalusia Harbors, para que estas dos puedan ser controladas por Estrella Gestión de Puertos.

Para proporcionar una estimación de calendario para la reorganización societaria y las operaciones relacionadas descritas, es importante considerar varios pasos clave y sus respectivos tiempos aproximados. A continuación, se detalla un posible calendario basado en las actividades mencionadas en el documento:

- La identificación de los activos y pasivos que serán transferidos a Estrella Gestión de Puertos y la elaboración del plan de reorganización societaria, y la obtención de aprobaciones internas necesarias.
- En cuanto a la negociación y redacción de los términos del contrato de compraventa, y la inclusión de cada una de las cláusulas que se detallaban con anterioridad. En este sentido, destacan las sentencias del Tribunal Supremo de 20 de noviembre de 2008, 21 de diciembre de 2009 y 30 de marzo de 2011, en las que se pronuncia sobre qué es exactamente el objeto de una compraventa de empresa de llevarse a cabo un *share deal*.
- La preparación y presentación de la notificación a la CNMC para obtener la autorización previa, y la posible respuesta de esta con requerimientos adicionales.

Otra formalidad será la realización de la compraventa en escritura pública, tal y como señala el artículo 106 LSC, al determinar que la transmisión de participaciones sociales deberá constar en documento público.

Además, deberá inscribirse en el Libro Registro de Socios (artículo 104 LSC), en el cual se refleja la titularidad originaria y las sucesivas transmisiones de participaciones, de manera que el acuerdo de compraventa tenga efectos frente a la sociedad y frente a terceros. Asimismo, es recomendable que esto se lleve a cabo en escritura pública para evitar posibles problemas, evitar de esta forma que no surta efectos frente a terceros.

- Por otro lado, como ya se ha indicado anteriormente, será necesario solicitar las autorizaciones administrativas correspondientes, o la realización de las notificaciones pertinentes, tanto a la CNMC o a la Comisión Europea, como al Consejo de ministros por la inversión extranjera directa.

De tener carácter obligatorio la realización de las notificaciones previas y la obtención de las autorizaciones administrativas, la concesión de las mismas debe recogerse como condición suspensiva en el contrato de compraventa, es decir,

hasta que no se cumplan dichas condiciones no alcanzará eficacia el contrato de compraventa y no serán exigibles las obligaciones nacidas del mismo. Y es que, de configurarse la notificación a los distintos organismos como una condición resolutoria del contrato sería más complicado su materialización, como consecuencia de los elevados costes de deshacer la operación en caso de no producirse dichas notificaciones.

En consecuencia, esta operación se dividiría en dos momentos, el de firma del contrato (*signing*) y el de cierre de la operación (*closing*), teniendo lugar este último una vez que se cumplen las condiciones suspensivas, suponiendo la ejecución de la operación.

En total, se estima que el proceso completo de reorganización y las operaciones relacionadas podrían llevar entre 18 y 24 meses, dependiendo de la complejidad de las negociaciones y la obtención de las aprobaciones regulatorias necesarias.



d. Due diligence

La reclamación de esos 36.000€ representa un pasivo contingente que debe ser considerado en la valoración de la empresa objeto de compraventa. Y aunque estamos hablando de una cantidad que no es significativa en términos absolutos, debemos analizar con profundidad esta situación.

Una vez se ha llevado a cabo una *due diligence*, se ha averiguado que Estrella del Mar, tenía un procedimiento judicial iniciado contra Generali Seguros S.A., en el que esta última le reclamaba 36.000€ debido a daños sufridos en una plataforma elevadora. Este procedimiento, el cual ha sido revelado en el proceso de *due diligence*, podría derivar en la inclusión de un ajuste de precio de compra o como citábamos con anterioridad, al haber incluido una cláusula de indemnización en caso de existir contingencias, la parte vendedora debería indemnizar esa cantidad al comprador.

Al haber llevado a cabo una *due diligence* exhaustiva, se han identificado y evaluado todos los riesgos legales y regulatorios asociados.

La *due diligence* también permite validar la información proporcionada por el vendedor. Esto incluye la verificación de la exactitud de los estados financieros, la existencia y validez de los activos, y el cumplimiento de las obligaciones contractuales y regulatorias (se confirmó la apertura de un expediente sancionador por parte de la CNMC debido a prácticas anticompetitivas).

La información obtenida durante la *due diligence* es esencial para estructurar el contrato de compraventa de manera que proteja los intereses de nuestro cliente. Es decir, una vez se realiza esta *due diligence*, entonces, el comprador, puede incluir cláusulas específicas para mitigar los riesgos asociados con el procedimiento sancionador de la CNMC y el litigio con Generali Seguros S.A.

Por tanto, esta revisión se lleva a cabo con el fin de regular las consecuencias que una potencial resolución del contrato en cuestión pueda tener en relación con la operación, como puede ser la reducción del precio, o la resolución del propio contrato de compraventa dependiendo de la importancia del acuerdo con cláusula de cambio de control para la sociedad Estrella del Mar.

Es importante destacar, que en los procesos de *due diligence* se pueden distinguir dos tipos de informes, por un lado, el informe descriptivo en el que se recoge una explicación y concreción de todo el objeto, y, por otro lado, el informe *red flag*, en el que se recogen las contingencias identificadas tras la revisión, con una breve descripción de estas. Por tanto, el informe más útil para los compradores sería el informe *red flag*, al ser de menor extensión y más concreto en cuanto a los puntos relevantes para la operación.

Esta formalidad de revisión del objeto es de gran importancia en toda operación de compraventa de empresas debido a que el comprador se encuentra en una posición de mayor riesgo e inferioridad frente al vendedor.

En conclusión, de conformidad a los principios de buena fe contractual y a lo dispuesto en el artículo 1.258 del CC, que establece que los contratos obligan no solo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, el uso y la ley, consideramos justificadamente la incorporación de las cláusulas de indemnización, retención de precio, garantías adicionales, y exclusión de responsabilidad previamente mencionadas. Estas medidas son indispensables para proteger los intereses legítimos de nuestro cliente ante la pérdida de confianza generada por la falta de divulgación de riesgos significativos por la parte vendedora.

e. Compromiso de no competencia

En cuanto al compromiso de no competencia, el cual debe tener una duración de 5 años y debe aplicarse a toda la región del Mediterráneo, va a asegurar que el grupo vendedor no pueda establecer o participar en actividades que compitan directamente con el negocio adquirido durante este período y en esta área geográfica.

En esta cláusula de no competencia, recomendamos a nuestro cliente que defina claramente las actividades que estarán restringidas, como es la gestión portuaria o el

transporte de mercancías, entre otras actividades que puedan ser consideradas competencia directa.

Adicionalmente, se debe establecer una cláusula de penalización, para que, en caso de incumplimiento, al vendedor se le imponga una sanción económica significativa, disuadiendo de esta forma cualquier intento de competencia por su parte.

Esta operación debe ser notificada a la CNMC para obtener la autorización previa, dado que puede tener implicaciones en la competencia del mercado. Este organismo, evalúa si el compromiso de no competencia es razonable y no restringe indebidamente la competencia en el mercado.

Atlas Capital, deberá preparar cierta documentación en la que se justifique la necesidad del compromiso de no competencia en el mercado, es decir, un análisis de mercado que demuestre cómo la competencia podría afectar negativamente al negocio adquirido y la razonabilidad de la duración y el alcance geográfico del compromiso.

II. Evaluación de la toma de participación minoritaria en OceanShip

a. Evaluación de la obligación de lanzar una OPA

Se trata de una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio determinado.

OceanShip S.A. (en adelante “OceanShip”) es una sociedad cotizada española y la intención de Estrella del Mar es la toma de una participación minoritaria de un 29,7% del capital social de la primera.

Existe obligación de formular una OPA cuando se adquiere el control de una sociedad cotizada (OceanShip en nuestro caso), consecuentemente, a priori, podría parecer que Estrella del Mar tendría la obligación de formular una OPA de manera obligatoria.

Hay varias formas en las que una persona, física o jurídica, puede adquirir dicho control, esto es, (i) mediante adquisición de acciones y otros valores que le confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en esa sociedad; (ii) mediante pactos parasociales; o (iii) como consecuencia de supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas del artículo 7 del Real Decreto 1066/2007, de 45 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores¹⁰ (en adelante “RDOPA”).

Debemos distinguir distintos tipos de OPA: la obligatoria y la voluntaria.

La obligación de lanzar una OPA obligatoria surge cuando se alcanza el control de una sociedad. Se entiende que una persona tiene control sobre una sociedad cotizada cuando bien adquiere, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%, 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”* (artículo 4 RDOPA).

Debemos tener en cuenta que, quien incumpla la obligación de formular OPA, no podrá ejercer los derechos políticos de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda y quedará sujeto a sanciones administrativas.

i. Adquisición del 29,7% de las acciones de OceanShip

La obligación que establece el artículo 7 ya mencionado, surge cuando una persona física o jurídica alcanza directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%, y cuando a pesar de tener una participación inferior, en los 24

¹⁰ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

meses siguientes a su adquisición designan número de consejeros que, en conjunto, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

Por tanto, el supuesto control se reduce a comprobar si se ha alcanzado un determinado umbral de derechos de voto en la sociedad. Inicialmente, tanto el Proyecto de ley como la Directiva establecían un supuesto de control exclusivamente cuando el ofertante hubiera adquirido al menos un 30% de los derechos de voto de la sociedad. Aunque la titularidad de los derechos de voto es un indicador claro y objetivo para determinar el control, es posible que el control pueda alcanzarse por otras vías, especialmente a través de la representación en el órgano de administración de la sociedad.

Por ello, la ley también prevé como segundo requisito para apreciar control (a pesar de haber adquirido una participación inferior al 30%) que se designe un número de consejeros, que, junto con los ya nombrados, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad. Por lo tanto, la ley extiende la obligación de formular OPA, a aquellos casos en los que el oferente no ha adquirido un 30% de los derechos de voto, pero es capaz de ejercer un control efectivo a través de su representación mayoritaria en el consejo de administración.

En nuestro caso, a priori, nuestro cliente podría pensar que como únicamente quiere adquirir el 29,7% de las acciones de OceanShip, no tendría obligación de lanzar OPA, ya que se trata de un porcentaje de derecho de voto inferior al 30%. No obstante, debemos tener en consideración que la familia Machado, tiene una participación significativa de un 3,5% en el capital social de OceanShip.

En este sentido, el artículo 5.1. apartado a) del RD 1066/2007 establece que se atribuyen a una misma persona o entidad los derechos de voto ostentados por terceros cuando son ostentado por los miembros del órgano de administración de la entidad de que se trate.

Por tanto, en nuestro caso, se debe atribuir a la misma sociedad el porcentaje de la Familia Machado a efectos del cómputo del porcentaje de derechos de voto. Con ello, si bien individualmente no supera el umbral, como se computa conjuntamente, en conjunto si resulta superior al 30%, ascendiendo el porcentaje de voto a 32,2%.

En otro supuesto en el que Estrella del Mar no alcanzara dicho umbral, podría ocurrir que o bien (i) quedase igualmente obligada a formular una OPA, o bien (ii) podría presentar una OPA voluntaria.

En el primer caso, Estrella del Mar podría seguir quedando obligada a formular una OPA si alcanzase un porcentaje de voto inferior al 30% y designare *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” de OceanShip. (Siendo el precio equitativo)

En el segundo supuesto, aun cuando Estrella del Mar no alcanzara el control del 30%, tendría la opción de formular una OPA voluntaria. En este caso, el precio puede ser distinto al precio equitativo definido en el RDOPA.

a. Procedimiento de formulación de OPA

El procedimiento para seguir para formular una OPA puede resumirse en los siguientes puntos;

i. Anuncio, presentación y autorización de la OPA

En nuestro caso estaríamos hablando de una OPA obligatoria, la cual, se debe hacer pública y se debe difundir al mercado de forma inmediata.

En cualquier caso, el anuncio debe contener todos los principales puntos de la oferta. En cuanto al plazo, la solicitud debe presentarse durante el mes siguiente a la fecha en la que surja la obligación de formular la oferta, y es la CNMV el único organismo competente para autorizar o denegar la OPA

ii. Publicación de la OPA

Cuando la oferta ya se ha autorizado, entonces debe publicarse. El oferente tiene un plazo máximo de 5 días hábiles desde la autorización para poder dar difusión pública y general de la oferta.

La oferta debe anunciarse en el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores y, como mínimo, en un periódico de difusión nacional.

iii. Contenido del folleto informativo

Las acciones de una cotizada únicamente pueden ofertarse al público o admitirse a cotización en un mercado regulado tras la previa publicación de un folleto.

Dicho folleto contiene toda la información necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación de los “activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores de La Sociedad”.

Este folleto, deberá inscribirse en el registro oficial correspondiente, habiendo sido previamente aprobado por parte de la CNMV.

iv. Plazo de aceptación

El plazo de aceptación de la OPA se fija en el folleto.

No obstante, no puede ser inferior a 15 días naturales ni superior a 70 días naturales, “contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primer anuncio de la oferta por el oferente”.

Aun y todo, es un plazo que puede ampliarse en determinados supuestos, por ejemplo, a instancia de la CNMV al considerar compleja la información del folleto.

v. Informe del órgano de administración e información a los trabajadores

El órgano de administración de Estrella del Mar debe redactar un informe detallado y motivado sobre dicha oferta.

Para ello, tiene un plazo máximo de 10 días naturales a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta. Asimismo, tan pronto se haga pública la oferta, como una vez publicado el folleto, tanto Estrella del Mar como OceanShip deben informar a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores de la OPA. Éstos tendrán derecho a obtener de forma fácil y rápida tanto el folleto explicativo, como la documentación complementaria.

vi. Liquidación

Cuando ya ha finalizado el plazo de aceptación de la oferta, debe comunicarse a la CNMV el número total de acciones aceptadas.

Desde ese momento, la CNMV comunica a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que están admitidos a negociación los valores y, en su caso, a La Sociedad de Bolsas, al oferente y a la Sociedad afectada el resultado positivo o negativo de la oferta.

Dichas Sociedades Rectoras son las competentes para publicar el resultado de la oferta en el Boletín de Cotización correspondiente a la sesión bursátil en la que reciben la comunicación.

Una vez publicado el resultado positivo de la OPA, se procede a la liquidación de la oferta.

b. Derecho de voto y posible anulación del acuerdo de fusión

La familia Machado es accionista de control y tiene el 88% del capital social de Estrella del Mar, la familia Azcona, por su parte, es titular del 12% restante. Estas dos familias, firmaron un pacto de accionistas en el año 1.987 que estipulaba que, para la aprobación de cualquier modificación estructural, era necesario el voto a favor de la familia Azcona.

Sin embargo, el procedimiento de fusión se lleva a cabo, sin tener en cuenta dicho acuerdo, por ello, la familia Machado, recibe en una notificación de la familia Azcona, por la que solicita la anulación del acuerdo de la fusión. En esta

notificación se alega (i) conflicto de intereses de la familia Machado, ya que tiene un consejero dominical designado en OceanShip; y (ii) que la operación carece de justificación económica para Estrella del Mar, y es una excusa de la familia Machado para tomar el control de OceanShip y de esta forma diluirlos.

Analizamos si la familia Azcona, podría efectivamente impugnar el acuerdo por el que se está llevando a cabo el procedimiento de fusión.

De conformidad con el artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital¹¹, serán impugnables aquellos acuerdos contrarios a la ley, al interés social o aquellos que sean contrarios a los estatutos. En nuestro caso, se podría considerar que la familia Machado ha llevado a cabo esta fusión en interés propio y en detrimento injustificado del resto de socios, sin que se responda a una necesidad razonable de la sociedad Estrella del Mar.

Para que la familia Azcona lleve a cabo esta impugnación, (i) debe haber adquirido la condición de socio antes de la adopción del acuerdo y, (ii) debe representar al menos el 1% del capital social de Estrella del Mar. En nuestro caso, se cumplen ambos requisitos, ya que la familia Azcona ostentaba la condición de socio antes de que se adoptase este acuerdo, y, en segundo lugar, es titular el 12% del capital social de la sociedad. En consecuencia, si pudiera impugnar el acuerdo de fusión de estas sociedades.

¹¹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

III. Implementación de un esquema *scrip dividend*

a. Concepto y fundamento económico

Los dividendos electivos o *scrip dividends* no son, en realidad, dividendos en un sentido jurídico. Se utiliza esta denominación para expresar que se trata de un instrumento alternativo de remuneración al accionista que, también puede configurarse como complementario al dividendo ordinario.

En términos de su operativa, consiste en un aumento de capital liberado (artículo 303 LSC) que tiene la particularidad de que es la sociedad quien ofrece al accionista la posibilidad de elegir cómo ser retribuido: en efectivo o con acciones emitidas por la sociedad.

El esquema del *scrip dividend* permite, por un lado, al accionista, optar por recibir su remuneración en dinero o en acciones de nueva emisión y, por otro, a la sociedad, reducir la cuantía del desembolso dinerario al que hacer frente. Por tanto, permite compatibilizar el interés de la sociedad por reducir la utilización de tesorería de la sociedad con el del socio, que así lo desee, de percibir su remuneración en efectivo.

Este sistema tiene, sin embargo, la limitación de que la sociedad no puede conocer, de forma previa, el porcentaje de accionistas que optarán por recibir nuevas acciones u optar por la remuneración en efectivo (mediante la venta del derecho de asignación gratuita, como posteriormente se explica).

El aumento de capital tendrá el efecto de diluir la participación de aquellos socios que decidan vender sus derechos, además de que provocará un beneficio por acción menor, a consecuencia de la creación de nuevas acciones.

b. Posición jurídica del accionista.

Como se establece en el enunciado, el primer elemento a destacar es la flexibilidad que debe dar la Sociedad, ya que todos y cada uno de los accionistas de la sociedad deberán tener la posibilidad de elegir entre recibir el dividendo en metálico o asignación de acciones, ya que, si esto no fuera así, se estaría lesionando el principio de igualdad de trato, recogido en el artículo 97 LSC.

A estos efectos, el accionista deberá elegir, en el plazo concedido por la sociedad, entre:

- 1) No transmitir sus derechos de asignación gratuita y suscribir las nuevas acciones. En este caso, el accionista recibirá tantas acciones nuevas como le correspondan proporcionalmente por las acciones que posea.
- 2) Transmitir la totalidad o parte de los derechos de asignación gratuita a la sociedad. Esta última deberá pagar por cada derecho de asignación el precio fijo al que se hubiera comprometido en el compromiso irrevocable de compra

adoptado al definir los términos de la operación. Para determinar el precio, la sociedad deberá seguir la fórmula que, a tal fin, hubiera sido aprobada por la junta general.

Por regla general, las sociedades suelen limitar el compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita exclusivamente a aquellos accionistas a los que les corresponden inicialmente y no a aquellos otros que los hubieran adquirido en el mercado bursátil.

Es decir, lo limitan a aquellos accionistas que figuren como tales en los correspondientes registros en el momento de anunciar la operación del *scrip dividend*. En relación con las implicaciones fiscales para el accionista que elige el cobro en efectivo, su fiscalidad es igual que la de un dividendo.

Vender la totalidad o parte de los derechos de asignación gratuita en el mercado. Estos derechos de asignación son negociables en el mercado con las mismas condiciones que las acciones de las que derivan. De conformidad con el segundo apartado del artículo 306 LSC, el plazo para hacerlo deberá ser, como mínimo, de quince días naturales. Si se trata de una sociedad cotizada, estos derechos de asignación cotizarán en el mercado. A diferencia de la segunda opción mencionada en la que la sociedad no compra esos derechos, sino que son directamente vendidos en el mercado al precio determinado, en función de la oferta y la demanda fiscalmente, el accionista obtendrá una renta gravable. La venta en el mercado puede ser favorable, ya que no está sujeta a retención hasta que no se vendan las acciones que dieron origen a los mismos. Por ello, hay casos en los que, aun valiendo estos derechos de asignación menos en el mercado de lo que ofrece la sociedad, podría resultar preferible seguir esta opción.

La diferencia existente entre acudir al mercado a vender el derecho de asignación o hacerlo directamente a la sociedad es, también, relevante desde otros puntos de vista. Lo es especialmente en la incidencia que tiene en el número de acciones de nueva emisión que se tendrán que emitir.

En efecto, solo aquellos derechos de asignación “devueltos” no serán convertidos en acciones, sin embargo, todos aquellos vendidos en el mercado, se convertirán en acciones de nueva creación.

Como veremos más adelante, los derechos de asignación que sean devueltos a la sociedad deberán ser objeto de renuncia por la misma, con la finalidad de no incurrir en la prohibición de adquirir acciones propias (artículo 134 LSC).

Desde la perspectiva de la cotización, el precio del derecho de adquisición puede variar en el mercado, como ya se ha comentado. Con respecto al precio de la acción, ocurre lo mismo que en la segunda opción.

No obstante, es relativamente frecuente que se dé una combinación de opciones por parte de los accionistas. Esto se debe en muchas ocasiones a que el accionista debe suscribir un número entero de acciones, por lo que puede darse la circunstancia de que tenga más derechos de asignación de los que necesita para suscribir un número entero de acciones (o lo que es lo mismo, que no llegue al número de derechos de asignación necesarios que restan en su poder para conseguir una acción) y, por tanto, deba o bien comprar en el mercado los derechos que le faltan o, en su defecto, venderlos.

De no pronunciarse en tiempo y forma, la práctica seguida habitualmente es que, por defecto, recibirá derechos de asignación, en lugar de dividendos.

Una vez ejecutada la ampliación de capital liberada, su precio en el mercado se ajustará a la nueva realidad: más acciones de la misma sociedad a un precio menor, ya que el valor contable de la empresa no ha cambiado.

c. Régimen jurídico

Es relevante indicar que el procedimiento y los requisitos legales para acordar un dividendo elección son distintos de los exigidos para el pago de un dividendo (ya sea con cargo a beneficios o a reservas).

En este caso, se debe seguir el procedimiento de aumento de capital, lo que modifica los quórums y procedimientos necesarios en la junta general, en comparación con el pago de un dividendo.

A modo de síntesis, en la práctica esta operación se presenta como una ampliación de capital liberada con emisión de acciones de nueva creación, y con el compromiso de la empresa de adquirir, a aquellos accionistas que lo deseen, lo que se denomina derechos de asignación, que son los derechos a percibir un determinado número de acciones en el aumento de capital. Aquellos socios que decidan vender los derechos de asignación no recibirán acciones sino dinero en efectivo, y a esto se le conoce como la elección de dividendo en el *scrip dividend*. La otra alternativa, es vender los derechos en el mercado, como ya se ha indicado.

Por tanto, el régimen jurídico del *scrip dividend* participa de los regímenes de la distribución de dividendos y de la ampliación de capital liberada (emitiendo nuevas acciones) con medios propios (artículos 275 y siguientes y artículo 303 LSC). Como consecuencia de ser una combinación de ambos regímenes, en la práctica esta operación se materializa mediante una interrelación ordenada de ambos, siendo parte de una operación común, pero manteniendo sus características principales, que son claramente identificables durante todo el proceso del *scrip dividend*.

Si se compara el procedimiento de la aprobación del dividendo y de la ampliación de capital liberada, ambas requieren un acuerdo de la junta general, si bien los quórums de

constitución de la junta y las mayorías para adoptar los acuerdos no son las mismas. En el caso de los dividendos (artículo 201.1 LSC) es suficiente la adopción del acuerdo con las mayorías ordinarias, como ocurre con la decisión sobre la propuesta de aplicación del resultado (artículos 193 y 194 LSC), mientras que en el supuesto de la ampliación de capital (artículos 194 y 201.2 LSC), es preciso el quórum y mayorías reforzadas.

Los administradores de la Sociedad, en ambos casos, están limitados a ejecutar lo acordado en la junta, con la excepción de poder delegar en ellos el hecho de elegir la fecha en la que el capital se incrementará en la cuantía acordada en junta, y de fijar todas aquellas condiciones de dicho aumento que no hayan sido establecidas en el acuerdo. Teniendo como límite temporal un año (artículo 297.1.a) LSC). Además, es altamente frecuente que la junta delegue en el órgano de administración la ejecución de esta operación (ampliación de capital). Si el órgano de administración es un Consejo de Administración, suele delegarse con expresa facultad de sustitución en la Comisión delegada o en el presidente ejecutivo del Consejo, al amparo del artículo 297.1 a) LSC.

Por otro lado, podría surgir la duda de cómo debe determinarse la cuantía de la ampliación de capital si es una facultad propia de la junta, en base a la LSC, y en el momento de tomar una decisión sobre la misma, se desconoce qué opción tomará cada accionista. La forma de abordar esta cuestión es similar a los casos en los que se produce una suscripción incompleta en un aumento de capital, situación en la que la cifra acordada por la junta y la cifra en la que finalmente se amplía el capital difieren.

Este supuesto de suscripción incompleta está previsto y aceptado por la ley para las sociedades anónimas, siempre que en la emisión hubieran previsto esta posibilidad. Para el caso que nos ocupa, no sucede exactamente lo mismo. La diferencia es que en el *scrip dividend*, la cifra final en la que se aumentará el capital depende de dos variables: el número de accionistas que participe en la ampliación y el valor real que se considere para la acción (para lo cual habrá que seguir los criterios que la junta especifique). Por ello, aun no estando determinada la cifra en la que se amplía el capital por la junta, esta cifra es determinable en base a criterios objetivos, no dependiendo por tanto de la voluntad de los administradores.

Otra de las exigencias que establece la ley para ampliar capital con medios propios y para repartir dividendos es la de que ambas operaciones han de estar basadas en un balance aprobado por la junta general (artículos 273.1 y 303.2 LSC). Balance que sirve como justificación de que en el ejercicio anterior ha habido beneficios que pueden ser repartidos, o bien que existen fondos (medios propios) suficientes para realizar la ampliación de capital.

El balance de la operación ha de ser el del ejercicio cuyos beneficios quieren ser distribuidos. Este balance no ha de ser especial, ya que para aumentos de capital con fondos propios no es necesario. Por ello, basta con que sea un balance aprobado por la

junta general y que no hayan pasado más de seis meses desde su aprobación. En último lugar, el balance ha de ser verificado por auditores, independientemente de si las cuentas de la sociedad que va a realizar la operación están sujetas a auditoría (artículo 303.2 LSC).

En el caso del *scrip dividend* se deben considerar, además, dos cuestiones: (i) prohibición de adquirir acciones propias (artículo 134 LSC) e (ii) indisponibilidad de determinadas reservas, como la reserva legal, con las cuales por expresa prohibición de la LSC no se puede remunerar a los accionistas.

El primero de los problemas surgiría si la finalidad de la sociedad fuera la suscripción de las acciones de nueva emisión. Por ello, la sociedad debe renunciar a los derechos de asignación gratuita que recompre de sus accionistas. Por medio de la renuncia, decae cualquier posibilidad de entender que hay una adquisición originaria de acciones propias, expresamente prohibida por el artículo 134 LSC. La segunda de las cuestiones se analiza posteriormente, al determinar las partidas del balance con las que se puede realizar la operación (apartado 4).

d. Partidas del balance con cargo a las que puede realizarse la operación

Siguiendo con el régimen jurídico aplicable, resulta interesante analizar con qué partidas del balance se puede hacer frente al *scrip dividend*.

Se pueden emplear tanto los beneficios, como el remanente y las reservas. Es decir, en teoría, todas las reservas de libre disposición. Además, en el caso de que se diese un aumento del capital social con recursos propios, la reserva legal puede ser empleada en su totalidad (si la sociedad que lleva a cabo el *scrip dividend* es una sociedad limitada) o en la parte que exceda del diez por ciento del capital tras el aumento, en el caso de las sociedades anónimas (artículo 303.1 LSC). Es, tal y como se plantea, una excepción al principio de indisponibilidad de la reserva legal, y la justificación reside en la identidad de finalidades entre capital y reserva legal.

La posibilidad de disposición de parte de la reserva legal no se aplica en la distribución de dividendos ya que, en este caso, es totalmente indisponible (artículo 274.2 LSC).

Sin embargo, en el caso del *scrip dividend*, el cálculo de la cuantía de la reserva legal capitalizable se desconoce a priori, ya que no se conoce el número de derechos de asignación gratuita de acciones que, por decisión de sus titulares, van a ser transmitidos a la sociedad, por lo que, la posibilidad de usar tal reserva queda totalmente descartada.

e. Competencias de la Junta General

Tal y como se ha indicado en el tercer apartado, el acuerdo de ampliación de capital es, en todo caso, competencia de la junta general, en tanto que supone una modificación estatutaria.

La ampliación de capital liberada no es una excepción. Por ello, para poder llevar a cabo el dividendo elección, la junta debe aprobar sendas operaciones, con las mayorías que la ley señala para cada una de ellas.

Una vez aprobadas, puede delegar en el órgano de administración determinadas cuestiones, que se analizan en el apartado siguiente.

f. Funciones del órgano de administración

La junta general es el órgano competente para acordar la ampliación de capital. Las facultades de ejecución de este acuerdo corresponderán al órgano de administración, en virtud de aquellas delegaciones que haya llevado a cabo la junta. Entre otros, corresponderá a este órgano la determinación de la fecha en la que el acuerdo de ampliación social debe llevarse a cabo, así como el establecimiento de las condiciones de la ampliación, cuando la junta no las haya previsto. En resumen, entre sus funciones pueden citarse:

Para que la sociedad instaure un esquema *scrip dividend* que combine, a elección del accionista, la posibilidad de recibir un dividendo en metálico o acciones por un valor equivalente, se deben seguir una serie de pasos:

i. Fijación del precio

La fijación del precio del *scrip dividend* debe ser justa y transparente, asegurando que los accionistas reciban un valor equitativo por las nuevas acciones emitidas. Según el artículo 504 LSC, el precio de emisión de las nuevas acciones debe ser determinado de manera que refleje el valor real de la empresa, evitando la dilución injusta del valor de las acciones existentes. Esto implica realizar una valoración precisa de la empresa, considerando factores como el valor contable, el valor de mercado y las perspectivas de crecimiento.

ii. Establecimiento de fecha

Establecer la fecha en la que se producirá el aumento (respetando el plazo de un año desde el acuerdo de la junta).

iii. La forma de entrega

Los accionistas, como mencionábamos con anterioridad, tienen la opción de recibir su dividendo en forma de efectivo o en acciones adicionales de la empresa. Esta elección permite a los accionistas decidir según sus preferencias personales o estratégicas, ya que aquellos que prefieren liquidez inmediata pueden optar por el efectivo, mientras que los que buscan aumentar su participación en la empresa sin incurrir en costos adicionales pueden elegir las acciones.

La familia Azcona ha expresado su oposición al esquema retributivo propuesto, argumentando que "el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad". Esto sugiere que cualquier decisión sobre el *scrip dividend* debe considerar cuidadosamente sus derechos y preocupaciones, especialmente si están respaldados por un pacto de accionistas que podría requerir su aprobación para cambios estructurales significativos.

Si un accionista no comunica su elección dentro del plazo estipulado, la sociedad debe tener un mecanismo predeterminado para asignar el dividendo. Generalmente, esto implica entregar acciones por defecto. Sin embargo, dada la oposición de la familia Azcona, podría ser prudente considerar la opción de entregar el dividendo en metálico por defecto para aquellos accionistas que no expresen su preferencia, si esto ayuda a mitigar su oposición y evitar conflictos. Recomendamos por tanto a nuestro cliente que elija esta medida, respetando así la postura de la familia Azcona, quien ha manifestado que el derecho a recibir el dividendo en metálico es fundamental. Sin embargo, la decisión final sobre la forma de recibir el dividendo sigue siendo de los accionistas, quienes tienen la opción de elegir entre recibir el dividendo en efectivo o en acciones, según sus preferencias individuales.

iv. La comunicación

La sociedad debe tener en cuenta que la notificación a los accionistas debe ser clara, precisa y realizada con suficiente antelación. Según la LSC y la normativa del mercado de valores, la empresa debe comunicar a los accionistas todos los detalles relevantes del *scrip dividend*. Esta comunicación debe ser enviada a través de los canales oficiales de la sociedad, como correos electrónicos, cartas, o anuncios en la página web corporativa.

La empresa debe asegurarse de que la notificación cumpla con las obligaciones de transparencia establecidas en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores¹². Esto implica que la información proporcionada debe ser completa y comprensible, permitiendo a los accionistas tomar decisiones informadas. Además, la notificación debe ser enviada a la CNMV y al mercado en general, asegurando que todos los interesados tengan acceso a la información.

La notificación debe incluir información detallada sobre el *scrip dividend*, como el procedimiento para elegir entre efectivo o acciones, el plazo para comunicar la elección, y las implicaciones fiscales de cada opción. También debe explicar el mecanismo por defecto que se aplicará si un accionista no comunica su elección dentro del plazo estipulado. Esta información es esencial para que los accionistas comprendan sus derechos y las consecuencias de sus decisiones.

¹² Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

Una vez tomada la decisión, y fijado el precio, se debe redactar un acta de la reunión del consejo de administración. El acta debe reflejar fielmente la discusión, la votación y la decisión final. Es crucial que el acta sea precisa y esté firmada por todos los miembros presentes para que tenga validez legal. Tras la aprobación, la decisión debe ser comunicada a los accionistas y al mercado, cumpliendo con las obligaciones de transparencia y comunicación establecidas por la CNMV y otras normativas aplicables.

v. Aprobación de la decisión por el Consejo de Administración

La decisión de emitir un *scrip dividend* en la sociedad debe ser aprobada por el Consejo de Administración de la sociedad, de conformidad con (i) los estatutos de la sociedad, (ii) el artículo 160 LSC, que establece las competencias de junta general, y (iii) el artículo 161 LSC que regula las competencias del Consejo de Administración.

La convocatoria del Consejo de Administración debe realizarse de acuerdo con los procedimientos establecidos en los estatutos de la sociedad y la LSC.

El presidente del Consejo es responsable de convocar la reunión, asegurándose de que todos los miembros reciban la notificación con la antelación requerida. La agenda de la reunión debe incluir la propuesta del *scrip dividend* como un punto clave a tratar, siendo fundamental que los consejeros tengan acceso a toda la documentación relevante con suficiente antelación para que puedan prepararse adecuadamente.

Durante la reunión, la propuesta por parte de la sociedad de implantar el *scrip dividend* debe ser presentada en detalle. Esto implica explicar los motivos estratégicos y financieros detrás de la decisión, los beneficios esperados para la empresa y los accionistas, y los términos específicos del *scrip dividend*, como la proporción de acciones nuevas por acciones existentes y la opción de recibir el dividendo en efectivo. La presentación debe abordar también las implicaciones fiscales y contables, así como cualquier riesgo asociado.

La decisión de aprobar el *scrip dividend* debe ser sometida a votación. La LSC y los estatutos de la sociedad determinarán el quórum necesario y la mayoría requerida para que la decisión sea aprobada. Generalmente, se requiere una mayoría simple, pero esto puede variar según los estatutos de la empresa. Es esencial que el proceso de votación sea claro y que se registre adecuadamente en el acta de la reunión.

g. Diferencias con la ampliación de capital liberada

La diferencia más importante entre los *scrip dividends* y la ampliación de capital liberada es que en el caso de los *scrip dividends*, aunque los accionistas que opten por no recibir gratuitamente las acciones conservan la posibilidad de vender los derechos de asignación gratuita en el mercado, existe un compromiso irrevocable por parte de la sociedad de adquirir los derechos de esos accionistas a un precio determinado.

El compromiso por parte de la sociedad de recompra de estos derechos de asignación diferencia claramente ambas operaciones, además de ser una característica esencial de este tipo de remuneración al accionista, ya que permite a los accionistas recibir una cuantía dineraria equivalente al del dividendo en efectivo.

Derivado del anterior, el segundo de los elementos diferenciadores entre ambas figuras, y que supone una peculiaridad propia de los *scrip dividends* es que son los accionistas, con su elección, los que determinan la cuantía dineraria que distribuye la sociedad. Como hemos visto anteriormente, de manera general, la distribución de dividendos requiere un acuerdo de la junta (artículo 160 y 253 LSC) en el que se establezca el destino de las ganancias.

Este acuerdo también es necesario en el caso de los *scrip dividends*, pero al ser lo accionistas quienes deciden sobre su método de retribución, podría ocurrir que ninguno eligiera el reparto en efectivo (dividendo) y que todos acudieran a la ampliación. Por ello, la doctrina afirma que, en esta forma de remunerar, el poder efectivo sobre el reparto concreto de dividendos (en efectivo) lo ostentan los accionistas.

h. Derechos políticos y ley de mercado de valores

Quien no acude a la ampliación ve diluida su participación en la sociedad, ya que mantiene el mismo número de acciones sobre un total, que, a consecuencia de la ampliación, resulta mayor.

En cambio, el socio que acude a la ampliación ve incrementado el número de acciones de su propiedad en la misma proporción en que el capital de la sociedad aumenta, por lo que no ve diluida su participación. En la práctica, los socios que quieran mantener su participación en la sociedad deberán acudir a la ampliación.

Aun así, este perjuicio o posible perjuicio no sirve para negar la validez de esta forma de remunerar al accionista. Ya que, “el derecho de los socios al reparto de las ganancias, dicho en pocas palabras, ni es absoluto ni confiere poder para impedir que la sociedad amplíe su capital”

Cabe también señalar que, en el caso de las sociedades cotizadas en el mercado español, el hecho de anunciar que se va a llevar a cabo un *scrip dividend* se considera información privilegiada, por lo que, en base al artículo 226 de la Ley del Mercado de Valores, su reparto debe ser comunicado al mercado, con los requisitos que en la mencionada ley se establecen.

i. “Efecto esterilización” del dividendo elección

En último lugar, se analizará brevemente el conocido como “efecto esterilización” del *scrip dividend*. Algunas sociedades, con la finalidad de neutralizar el efecto dilusivo de carácter económico que se produce en las ampliaciones de capital derivadas de esta

forma de retribuir al accionista, realizan una recompra posterior de acciones para su amortización (deben ser amortizadas ya que, como se ha explicado, el artículo 134 LSC, recoge la prohibición de adquirir acciones propias) como complemento retributivo. A modo de resumen, lo que ocurre es que la remuneración y su efecto contable coincide con el efecto que tendría que toda la remuneración hubiese sido vía dividendo en efectivo (con algún matiz como el trasvase de reservas a capital social, por ejemplo, que solo afectan en aspectos contables para la propia sociedad).

En conclusión, de cara al accionista, la retribución mediante *scrip dividend* puede ser más atractiva que otras ya que se le permite elegir. Como contrapartida, aquellos casos ya comentados en los que, quien decide ser retribuido mediante dividendo, ve diluida su participación en la compañía por la emisión de nuevas acciones de las que no suscribe ninguna. Cuestión que no ocurriría si se repartiese un dividendo ordinario.

Por ello, en función de la estrategia de inversión que siga cada accionista, puede ser una alternativa muy buena o que suponga una complicada decisión en la que diversos intereses se ven contrapuestos.

BIBLIOGRAFÍA

- Escisiones. Canje de valores. Aportaciones no dinerarias de negocios. Otras operaciones protegidas. López-Santacruz Montes, José Antonio, y Ortega Carballo, Enrique, Lefebvre-El Derecho, S. A., Capítulo 1.

- Rosales, L. A. P. (2018). El contrato de escrow en el Derecho español. La Ley mercantil, (49), 3

LEGISLACIÓN EUROPEA

- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea 2012.

LEGISLACIÓN NACIONAL

- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.
- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, que aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante.
- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.