



TRABAJO FIN DE MÁSTER
ACCESO A LA ABOGACÍA Y A LA
PROCURA - ICADE

Por: Ángel Sánchez Martín

Tutor: Bruno Martín Baumeister

Especialidad: Empresa

Grupo: C

UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS ICAI-ICADE
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

La sociedad Estrella del Mar, S.A. ("Estrella del Mar"), con domicilio en Bilbao, es la sociedad matriz de un grupo empresarial español con más de 60 años de historia, en la actualidad dedicado principalmente al transporte internacional de mercancías, operando rutas con origen y/o destino en los puertos de Bilbao y Coruña y las principales plazas portuarias del norte de Europa y, excepcionalmente, el noroeste africano. En sus inicios, sin embargo, Estrella del Mar nace como una compañía dedicada a la gestión portuaria, siempre dentro del ámbito del transporte de mercancías, encargándose de tareas relacionadas con la guía de grandes buques dentro de puerto y trabajos de estiba, a través de concesiones otorgadas por las autoridades competentes. Dicha actividad continúa siendo desarrollada en la actualidad en los puertos de Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca.

El vertiginoso crecimiento de la actividad de transporte de mercancías de Estrella del Mar ha hecho que el Consejo tome la decisión de desinvertir su negocio de gestión portuaria, considerado no estratégico.

Parte 1. En este contexto, el fondo de inversión Atlas Capital, que recientemente ha completado la adquisición de una sociedad que opera instalaciones portuarias en el sur de España, Andalusia Harbors, S.L. ("Andalusia Harbors") a través de concesiones, se pone en contacto con usted a los efectos de explorar la adquisición. La operación tiene como finalidad última integración de Andalusia Harbors y la división de gestión de puertos de Estrella de Mar en un único grupo económico, por medio de una fusión entre ambas. Tras las primeras reuniones, los siguientes son los principales puntos sobre la mesa, que demandan una respuesta por parte de su firma.

- El equipo directivo de Andalusia Harbors ha informado al fondo que, recientemente, voces del sector apuntan que la CNMC podría haber abierto un procedimiento sancionador a distintas compañías del sector con actividades en el norte de España. Tras hacer las comprobaciones oportunas, se confirma que, en diciembre de 2023, se

abrió un expediente contra, entre otros, Estrella del Mar. Al parecer, el jefe de división de Estrella del Mar se habría reunido en repetidas ocasiones con sus homólogos en otras 4 compañías a los efectos de repartirse en qué subastas concurrir y así lograr maximizar los retornos económicos, hechos que afectarían en concreto a la concesión del puerto de Santander. Su cliente está muy preocupado con dicha cuestión y pide a su despacho que evalúe las potenciales consecuencias adversas y cómo protegerlas contractualmente en el contrato de compraventa, si es posible, así como cualquier otro mitigante que pueda adoptarse y le proporcione una recomendación.

Antes de proceder con el análisis exhaustivo de la conducta atribuida al jefe de división de Estrella de Mar, así como de las posibles consecuencias derivadas de dicha conducta y las medidas contractuales para su protección en el contrato de compraventa, resulta imperativo realizar una **breve aproximación a la figura de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC)**.

La Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) es una entidad pública independiente en España, establecida con el propósito de garantizar, preservar y promover el correcto funcionamiento de los mercados, buscando con ello beneficiar tanto a los consumidores como a las empresas. La CNMC se constituyó en el año 2013 mediante la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, que unificó varias autoridades reguladoras sectoriales y de competencia en un único organismo.

La CNMC tiene una amplia gama de funciones y competencias que abarcan tanto la promoción de la competencia como la regulación de determinados sectores económicos. En cuanto a la promoción y defensa de la competencia, la CNMC se encarga de investigar y sancionar prácticas anticompetitivas, tales como cárteles, abusos de posición dominante y otras conductas restrictivas de la competencia. Asimismo, controla las concentraciones económicas para evitar que resulten en una disminución significativa de la competencia en los mercados. Además, promueve la competencia mediante la elaboración de informes, estudios y recomendaciones sobre la normativa y políticas públicas que puedan afectar a la competencia.

En lo que respecta a la regulación de sectores económicos, la CNMC supervisa y regula sectores estratégicos como las telecomunicaciones, la energía, el sector audiovisual, el transporte ferroviario y el sector postal. Su objetivo es garantizar el acceso y la competencia efectiva en estos mercados, así como la protección de los derechos de los consumidores y usuarios.

La CNMC también tiene el cometido de resolver conflictos y controversias entre operadores en los sectores regulados, emitiendo resoluciones y dictámenes vinculantes en materia de competencia y regulación. Además, supervisa el cumplimiento de la normativa de competencia y regulación sectorial, imponiendo sanciones y medidas correctivas en caso de infracciones.

En resumen, la CNMC actúa con independencia del Gobierno y de cualquier otra entidad pública o privada, lo que le permite tomar decisiones objetivas y basadas en criterios técnicos y legales. Promueve la transparencia en sus actuaciones, publicando sus resoluciones, informes y estudios en su página web para garantizar el acceso a la información y la rendición de cuentas.

Una vez comprendida la naturaleza y el ámbito de actuación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), procederemos a analizar la conducta atribuida al jefe de división de Estrella del Mar. Según se detalla en el supuesto de hecho, dicho individuo presuntamente se habría reunido en múltiples ocasiones con sus homólogos de otras cuatro compañías con el propósito de acordar en qué subastas participar, con el fin de maximizar los retornos económicos. En este contexto, resulta evidente que el objetivo último perseguido por el sujeto con su comportamiento era reducir la libre competencia y multiplicar sus beneficios mediante la adopción de una serie de alianzas o pactos. Esta conducta puede enmarcarse jurídicamente dentro de lo que se conoce como “**prácticas colusorias**”, que son acuerdos o decisiones concertadas entre dos o más empresas con la finalidad de limitar, impedir o adulterar la competencia en el mercado. Las formas en las cuales se pueden manifestar estos acuerdos son muy variadas, pudiendo mencionar, a título ejemplificativo, la fijación de precios, la limitación de la producción, el reparto de mercados o clientes o, como en el caso que nos ocupa, la manipulación de licitaciones.

En el supuesto de que queráis consultar los preceptos que son de aplicación a los pactos consultorios, debo advertiros que deberéis acudir tanto a la legislación nacional como a la legislación europea.

A nivel nacional, los acuerdos colusorios se encuentran regulados en la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (la “**Ley de Defensa de la Competencia**”). El artículo primero del citado texto legal abarca dentro de esta figura: “*todo acuerdo, decisión, recomendación colectiva o práctica concertada que tenga por objeto, produzca o pueda producir el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia*”, sin embargo, no se queda ahí, e incorpora, con análogo contenido y reproche legal, todas aquellas “*prácticas conscientemente paralelas*” que ambicionen os mismos propósitos.

De esta forma, la primera distinción que puede realizarse cuando se alude a conductas colusorias es entre acuerdos de colusión tácitos y expresos. Los primeros incluyen aquellos comportamientos en virtud de los cuales las empresas tienden a imitarse mutuamente. En otras palabras, la colusión surge del conocimiento mutuo y la interconexión de sus tácticas o planeamientos. En este caso, las empresas de forma consciente alinean su conducta con la de sus competidores, sin embargo, la falta de prueba física, como, por ejemplo, una reunión o un acuerdo en el que de forma explícita determinen llevar a cabo una acción específica, hace que sean difícilmente identificables. Mientras que, los acuerdos de colusión expresos son aquellos en los que existe un contacto directo entre las empresas, las cuales se comunican y adoptan decisiones conjuntas, de nuevo con el objetivo de armonizar la competencia entre ellas, incrementar sus rendimientos y obstaculizar la irrupción de nuevos competidores al mercado.

En el supuesto que nos ocupa, no es aventurado afirmar que nos encontramos ante un pacto colusorio expreso, dado que parece probado que existieron múltiples reuniones entre los jefes de división de cinco compañías, entre las cuales se encontraba Estrella del Mar.

A nivel europeo, los acuerdos colusorios se encuentran regulados en el artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Su contenido es bastante similar al que podemos encontrar si observamos el mencionado artículo primero de la Ley de Defensa de la Competencia. En ambos cuerpos normativos se establece una clasificación de los acuerdos colusorios atendiendo a su contenido, y determinan que merecen un reproche legal, por ejemplo, todos aquellos acuerdos tendentes a la fijación de precios, la determinación de otras

condiciones comerciales o de servicio o la limitación o el control de la producción, la distribución, el desarrollo técnico o las inversiones.

Recapitulando, hemos dejado claro que la conducta desarrollada por el jefe de división de Estrella del Mar constituye un **acuerdo o pacto colusorio expreso**. Sin embargo, la primera pregunta que puede plantearse es, una vez observados los preceptos legales que son de aplicación, **¿cuál es el encaje que tendría el supuesto que nos ocupa dentro de los tipos de acuerdos colusorios previstos legalmente?** Aunque no está previsto legalmente, debido a que se suele incluir en los tipos de acuerdos que tienen por finalidad fijación de precios u otras condiciones comerciales o de servicio, nos encontramos ante un supuesto de **colusión entre licitadores en la contratación pública o *bid rigging***. El término *bid rigging* abarca aquellas conductas que implican un acuerdo entre licitadores en procesos públicos con el objetivo de restringir la competencia y obtener un contrato más ventajoso del que habrían conseguido en un escenario de competencia libre entre los distintos oferentes. El sector de la contratación pública es propicio para el desarrollo de conductas anticompetitivas y esto se debe a la gran complejidad y el exceso de burocracia en la convocatoria de concursos públicos, la falta de transparencia y, en muchos casos, la asimetría de información proporcionada a los distintos oferentes. Este caldo de cultivo ha provocado que el *bid rigging* se convierta en una práctica habitual.

Esta indeseable habitualidad ha traído como consecuencia la puesta en práctica de una serie de actuaciones preventivas tanto a nivel nacional como internacional, destacando, por ejemplo, los informes y recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) o la guía publicada en el año 2010 por la Autoridad Catalana de Competencia (ACCO) sobre la colusión en la contratación pública. Pero estas actuaciones preventivas no se han quedado en meras guías o recomendaciones, sino que también se producido un desarrollo normativo. La Ley 30/2007 de Contratos del Sector Público y el Real Decreto Ley 3/2011, que aprueba el Texto Refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, incluyeron por primera vez una disposición adicional sobre prácticas anticompetitivas. Esta disposición establecía un sistema de comunicación sobre posibles conductas colusorias entre las autoridades de competencia y los órganos de contratación pública. Este tipo de actuaciones recibió un impulso adicional con la aprobación de la Directiva 2014/104/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, que establece normas para

las acciones por daños debido a infracciones del Derecho de la competencia en los Estados miembros y la Unión Europea.

En el ámbito de la contratación pública, también podemos identificar un amplio abanico de pactos colusorios. A partir del análisis de los diferentes supuestos en los que se ha reconocido este tipo de conducta anticompetitiva en el sector público, la OCDE ha determinado que los principales pactos colusorios que se dan entre licitadores en la contratación pública son, en primer lugar, el ***Cover bidding u ofertas de resguardo***, que se caracterizan porque son un tipo de ofertas que se presentan con el fin de simular la existencia de una licitación competitiva, y frecuentemente contienen o bien una oferta superior a la del licitador designado, o bien una oferta en unos términos tan elevados que ni siquiera pasa a ser considerada o, por último, una oferta que incluya una serie de términos especiales que se sepa de antemano que no van a ser aceptados por el órgano de contratación. En segundo lugar, el ***Bid supression o supresión de ofertas***. Esta tipología de pacto colusorio se caracteriza por la presentación de ofertas que, en un momento posterior, son retiradas con la intencionalidad de que nunca lleguen a ser consideradas. De esta manera, se posibilita la adjudicación del concurso al licitador que previamente ha sido escogido mediando acuerdo entre los oferentes. En tercer lugar, el ***Bid rotation o rotación de ofertas***, que tiene su nota característica en que los licitadores que forman parte de esta conducta anticompetitiva se ponen de acuerdo para establecer turnos en relación con los concursos a los que concurrir para, de esta forma, resultar adjudicatarios. Por último, el ***Market allocation o acuerdos de reparto de mercados***. En este caso, el nombre acuñado a este tipo de pacto colusorio es bastante explicativo, ya que, por medio de este tipo de pactos, los licitadores se distribuyen los mercados, los clientes o los puntos geográficos en los que presentarán sus licitaciones.

En conclusión, atendiendo a esta tipología, y en relación con la conducta que se describe en el supuesto de hecho, en virtud de la cual, el jefe de división de Estrella del Mar se reunió con sus homólogos en cuatro compañías con el fin de repartirse en qué subastas concurrir, es claro que podríamos concluir que estamos ante un comportamiento que constituye una clara conducta anticompetitiva. El comportamiento que se le atribuye el jefe de división de Estrella del Mar supone un pacto colusorio expreso. Concretamente, nos encontramos ante una colusión entre licitadores en la contratación pública o *bid rigging* y, dentro de esta, la actuación del individuo en cuestión se enmarcaría en lo que previamente hemos definido

como *Bid rotation* o rotación de ofertas. En este tipo de bid rigging, las empresas acuerdan turnarse para presentar la oferta ganadora en diferentes subastas. De esta manera, se aseguran de que cada empresa tenga la oportunidad de ganar contratos de manera rotativa, evitando la competencia real y manipulando el resultado de las subastas para maximizar sus beneficios conjuntos.

Una vez tenemos claro el tipo de conducta anticompetitiva ante la que nos encontramos, la siguiente pregunta que debemos plantearnos es, **¿qué tipo de sanciones puede imponer la CNMC ante un comportamiento como el analizado anteriormente?** Lo primero que debemos dejar patente es que la conducta atribuida al jefe de división de Estrella del Mar constituye una **infracción muy grave** en virtud de lo estipulado en el artículo 62.4 de la Ley de Defensa de la Competencia. Dicho precepto enmarca dentro de las infracciones muy graves: *“El desarrollo de conductas tipificadas en el artículo 1 de esta ley y en el artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea”*.

Ahora que sabemos la calificación de la infracción, vamos a pasar a analizar las posibles consecuencias a las que, tanto Estrella del Mar como su jefe de división se podrían enfrentar, para, posteriormente, estudiar las diferentes fórmulas de protegernos contractualmente antes tales consecuencias adversas.

La CNMC, ante un incumplimiento de la normativa de competencia, y más aún en el supuesto de una infracción grave, tiene autoridad para imponer diversas sanciones. Si queremos conocer el alcance y la magnitud de las mencionadas sanciones, debemos acudir a la Ley de Defensa de la Competencia. En primer lugar, el artículo 63.1.c recoge una **sanción de carácter económico**, estableciendo que, en el caso de infracciones muy graves se podrá imponer una multa por un valor de hasta el diez por ciento del volumen de negocios total de la compañía que inobserve la normativa de competencia. Cuando la CNMC se refiere a “volumen de negocios” incluye dos matizaciones, por un lado, ese volumen de negocios deberá ser calculado a nivel global y, por otro lado, ese volumen de negocios se calculará tomando como referencia el ejercicio inmediatamente anterior al de imposición de la multa. Pero la CNMC también incluye una precisión que es de aplicación cuando la infracción haya sido cometida por una persona jurídica, y es que, en estos casos, y en virtud de lo estipulado en el artículo 63.2, además de la sanción económica mencionada anteriormente, se podrá imponer una multa de hasta sesenta mil euros a cada uno de los representantes legales de la

persona jurídica o a aquellas personas que integren los órganos directivos y hayan participado de alguna manera en la comisión de la conducta anticompetitiva.

Con independencia de estas multas sancionadoras, el artículo 67 de la Ley de Defensa de la Competencia determina que otra de las sanciones de las que puede valerse la CNMC son las **multas coercitivas**. La imposición de estas multas coercitivas debe estar precedida de un requerimiento de cumplimiento dirigido a la compañía y pueden llegar a representar hasta un cinco por ciento del volumen de negocios total mundial medio diario durante el ejercicio social anterior por cada día de retraso contado a partir de la fecha estipulada en el requerimiento previo. ¿Cuál es el fin que se persigue con estas multas coercitivas? Podemos destacar dos objetivos principales perseguidos por la CNMC con la imposición de este tipo de sanción, por un lado, conseguir que la compañía implicada tenga un motivo de peso para cesar en su conducta, y, por otro lado, erradicar los efectos derivados de la conducta anticompetitiva.

Me veo también en la obligación de advertiros sobre la posibilidad de que la CNMC imponga la **publicación de la sanción**. El artículo 69 de la Ley de Defensa de la Competencia señala que las sanciones impuestas como consecuencia de la aplicación del mencionado texto normativo serán de carácter público. ¿Qué se entiende por “publicidad de la sanción” bajo este precepto? El mismo artículo concreta que se publicaría la cuantía, el nombre de los individuos que hayan participado en la comisión de la infracción y el tipo concreto de infracción que se hubiese cometido. Si bien esta sanción puede parecer leve en una primera aproximación, mi recomendación sería que no se infravalorase, debido a que la publicidad de las sanciones puede provocar un grave **daño reputacional** a la compañía.

El daño reputacional es aquel daño que provoca un deterioro en la confianza y credibilidad de una compañía y que acaba repercutiendo en sus clientes, socios, inversores y, en general, en toda la opinión pública. Cuando una empresa es acusada o sancionada por infringir normas de competencia, su reputación puede verse gravemente afectada. Esta situación puede llevar a que los consumidores y socios comerciales perciban a la empresa como deshonesto o poco ética, lo que a su vez puede erosionar la confianza en la marca. La percepción pública de una empresa es fundamental para su éxito, y cualquier indicio de comportamiento anticompetitivo puede tener consecuencias negativas duraderas.

Además, las infracciones de normas de competencia suelen atraer una considerable atención mediática. La cobertura negativa en los medios puede amplificar el daño reputacional, ya que la información sobre las prácticas anticompetitivas se difunde ampliamente y puede ser difícil de contrarrestar. Los medios de comunicación juegan un papel importante en la formación de la opinión pública, y una cobertura negativa puede afectar la imagen de la empresa de manera significativa. Las compañías que infringen normas de competencia también pueden enfrentar dificultades para mantener relaciones comerciales con otras empresas. Las entidades que no desean asociarse con empresas que tienen una reputación dañada pueden optar por terminar contratos existentes o evitar nuevas alianzas estratégicas. Esto puede llevar a la pérdida de oportunidades de negocio y afectar la capacidad de la empresa para operar de manera efectiva en el mercado. El daño reputacional puede influir también en los inversores y el mercado en general, ya que pueden reaccionar negativamente ante la noticia de una infracción de normas de competencia. La confianza de los inversores es esencial para el valor de mercado de una empresa, y cualquier indicio de comportamiento anticompetitivo puede resultar en una caída en el precio de las acciones. Además, la empresa puede enfrentar una mayor dificultad para obtener financiamiento, ya que los prestamistas y otros proveedores de capital pueden percibir un mayor riesgo asociado con la empresa.

Finalmente, es necesario que estéis prevenidos ante una posible sanción que puede imponer la CNMC y que, en nuestro caso concreto, cobra una gran relevancia. Me refiero a la **prohibición de contratar con el sector público**. Esta prohibición aparece recogida en el artículo 71.1, apartado b), de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público (LCSP), que determina que aquellos que hayan sido sancionados con carácter firme como consecuencia de haber cometido una infracción grave en materia de falseamiento de la competencia no estarán facultados para contratar con el sector público.

A la hora de analizar esta posible sanción, creo que es fundamental realizar un estudio exhaustivo de la Comunicación 1/2023, de 13 de junio, publicada por la CNMC el 23 de junio del año 2023 (en adelante, “la Comunicación”).

La principal novedad que introduce la Comunicación es que la CNMC se convierte en el órgano competente para determinar tanto el alcance como la duración de la prohibición de contratar. Debo advertiros que existe una gran incertidumbre legal sobre la legitimidad de esta sanción de competencias por parte de la CNMC. Entre los defensores de la CNMC

debemos destacar la figura del Tribunal Superior de Justicia de Cataluña (en adelante, “TSJC”), el cual ha manifestado en numerosas resoluciones, por ejemplo, en la STSJC 3273/2022, que la autoridad de competencia es la que estaría ubicada en una mejor posición para determinar el alcance y la duración de la sanción. Sin embargo, dos de los cinco magistrados de la sala del TSJC emitieron un voto particular en desacuerdo. Estos magistrados discrepantes argumentan que las Autoridades de Competencia en España, incluida la CNMC, no tienen la competencia para determinar el alcance y la duración de una prohibición. Según ellos, la CNMC debe actuar conforme al principio de legalidad, lo que significa que sus acciones deben estar claramente respaldadas por la ley. En este contexto, ni el Artículo 53 de la Ley de Defensa de la Competencia ni los artículos 71 y 72 de la Ley de Contratos del Sector Público otorgan explícitamente a la CNMC la facultad de imponer prohibiciones de contratar.

En cuanto al ámbito objetivo, la Comunicación concreta a qué tipo de sanciones aplica esta prohibición, aclarando que, pese a que el artículo 71.1.b) LCSP únicamente haga referencia a las infracciones de carácter grave en materia de falseamiento de la competencia, la prohibición de contratar aplicaría de igual manera a las infracciones muy graves. De esta manera, concluimos que la conducta de el jefe de división de Estrella del Mar entraría dentro del ámbito objetivo de aplicación de la sanción.

Otro aspecto importante de la Comunicación es que determina el ámbito temporal sanción, estableciendo que no será aplicable a todas aquellas infracciones que hubiesen comenzado y finalizado con anterioridad al 22 de octubre de 2015. Tal y como me habéis transmitido, los hechos que se le atribuyen al jefe de división de Estrella del Mar se remontan al año 2023, por lo que también estarían incluidas en el ámbito temporal de la sanción.

Con respecto al ámbito subjetivo la Comunicación únicamente se limita a concretar que esta sanción sería de aplicación tanto a personas físicas como a personas jurídicas.

Del análisis de la Comunicación se deriva que la conducta desarrollada por el jefe de división de Estrella del Mar tendría muchas posibilidades de tener como consecuencia una sanción consistente en la prohibición de contratar con el sector público, debido a que su actuación encaja tanto en el ámbito objetivo, como en el subjetivo y en el temporal.

Un último aspecto que me parece importante mencionar es que la Comunicación establece que la prohibición de contratar se podrá extender hasta un máximo de tres años, tal y como

viene establecido en el artículo 72.6 LCSP. Para determinar la duración de la sanción, se tendrán en cuenta diversos factores tales como la gravedad, la naturaleza o el impacto económico de la infracción.

Entre las sanciones mencionadas, creo que la que más afectaría a vuestros intereses, y, por tanto, la que más habría que proteger desde un punto de vista contractual sería la prohibición de contratar con el sector público. Esta sanción reviste una importancia particular debido a que la empresa que estáis en proceso de adquirir se dedica a la gestión portuaria, operando principalmente a través de licitaciones públicas. En el caso de que se impusiera dicha sanción, la empresa se vería gravemente afectada, ya que perdería la capacidad de participar en licitaciones, lo que, en última instancia, podría resultar en la pérdida de su principal fuente de negocio.

Una vez establecida la gravedad de la conducta llevada a cabo por el jefe de división de Estrella del Mar, así como la seriedad de las posibles consecuencias derivadas de dicha conducta, resulta imperativo proceder al **análisis de las diversas estrategias para proteger contractualmente estos aspectos en el contrato de compraventa.**

Una primera posibilidad sería acudir al **régimen de manifestaciones y garantías** (*representations and warranties*). La cláusula de manifestaciones y garantías podría definirse como un cúmulo de declaraciones de distinta índole que las partes intercambian. Este intercambio de declaraciones se produce en las distintas fases del *iter* contractual, y tiene como principal objetivo contribuir a la venta y adquisición de una empresa. Las más destacadas, desde un punto de vista jurídico y económico, son aquellas que se realizan sobre hechos pasados o actuales, de certidumbre sobre éstos y/o de pronóstico sobre lo que puede deparar el futuro. Todas estas declaraciones tienen como referencia la compañía objeto del contrato de compraventa.

Lo más frecuente es que las manifestaciones y garantías las efectúe el vendedor en favor del comprador, con la finalidad de proporcionar una imagen más exacta y detallada de la compañía que se transmite. De esta forma, también se combate la asimetría de información en los procesos de compraventa de empresas.

Un aspecto importante de la mencionada cláusula es que, en la práctica, suele ir acompañada de una obligación de indemnización a favor del comprador en el caso de que las declaraciones formuladas resulten ser inciertas, incompletas o imprecisas en el futuro. Las tendencias más

recientes en los contratos de fusiones y adquisiciones (M&A) proponen sustituir esta admisión de responsabilidad por parte del vendedor por un seguro de manifestaciones y garantías. De este modo, sería la aseguradora, y no el vendedor, quien se encargaría de indemnizar al comprador en caso de inexactitud o insuficiencia.

Un ejemplo de cláusula de manifestaciones y garantías aplicable al supuesto que nos ocupa sería el siguiente: *“El Vendedor manifiesta y garantiza que, hasta la fecha de este contrato, la empresa Estrella del Mar ha cumplido con todas las leyes y regulaciones aplicables a sus operaciones, incluyendo, pero sin limitarse a, las normas de competencia y contratación pública y que no tiene conocimiento de ningún procedimiento sancionador iniciado por la CNMC u otra autoridad competente que afecte a Estrella del Mar, ni de ninguna investigación en curso que pudiera dar lugar a sanciones o multas significativas”*. La obligación de indemnizar que se derivaría de la falsedad o inexactitud de dicha declaración podría articularse, por ejemplo, de la siguiente manera: *“En caso de que se demuestre que las manifestaciones y garantías contenidas en esta cláusula son inexactas, incompletas o imprecisas, el Vendedor se compromete a indemnizar al Comprador por cualquier pérdida, daño, costo o gasto incurrido como resultado directo de dicha inexactitud, incluyendo, pero no limitándose a, sanciones impuestas por la CNMC”*.

Mi recomendación es que, **la aplicación de una cláusula de manifestaciones y garantías en relación con la prohibición de contratar con el sector público podría no resultar adecuada debido a la naturaleza y el impacto de dicha sanción**. La prohibición de contratar con el sector público representa un riesgo de tal magnitud que podría no ser adecuadamente mitigado mediante una simple cláusula de indemnización. Por el contrario, sí que me parecería una buena solución en el supuesto que solo nos enfrentásemos a una posible sanción económica.

Otra posibilidad que podría plantearse, pero que tampoco recomendaría, sería la articulación de un **ajuste de precio *post-closing***. Este mecanismo consiste en comparar el *enterprise value*, que se paga en el momento de cierre de la transacción, con unos estados financieros que se preparan específicamente para la fecha de cierre, recalculando los valores de caja, deuda y capital circulante. La diferencia entre los valores de caja, deuda y capital circulante de los estados financieros iniciales y los preparados para la fecha de cierre determina si el precio preliminar debe ajustarse al alza o a la baja. **El ajuste de precio no mitigaría el riesgo**

inherente de la sanción, ya que el problema subyacente es la pérdida de oportunidades de negocio, no un desajuste en el valor de los activos o pasivos de la empresa. Por el contrario, sí solo nos enfrentásemos a una posible sanción económica si que me parecería una buena solución.

Bajo mi criterio, tampoco recomendaría acudir a la fórmula de una *specific indemnity*. La *specific indemnity* está diseñada como una garantía que tiene como objetivo primordial mitigar las posibles consecuencias derivadas de riesgos específicos y cuantificables, que generalmente han sido identificados durante el proceso de *due diligence*. Como se puede observar en esta primera aproximación al concepto de *specific indemnity*, ésta no sería aplicable por varias razones: en primer lugar, la posible sanción de prohibición de contratar con el sector público no es cuantificable económicamente. En segundo lugar, ésta sanción no se ha identificado en el proceso de *due diligence*, ya que, tal y como me habéis comentado, esta información os ha llegado por medio de “voces del sector”. Y, por último, esta sanción podría tener un impacto tan significativo y prolongado en el negocio que cualquier *specific indemnity* acordada podría no ser suficiente para compensar la pérdida de oportunidades de negocio y el daño a largo plazo a la reputación y operaciones de la empresa.

¿Cuáles son las fórmulas de protección contractual que yo recomendaría? Mi principal sugerencia sería incluir una **cláusula MAC** (*material adverse change* o, en su forma en castellano, Cambio Material Adverso). Las cláusulas de Cambio Material Adverso son disposiciones legales diseñadas para proteger a las partes involucradas en un contrato ante la posibilidad de que ocurra un cambio significativo y negativo que pueda comprometer el propósito del acuerdo o hacer que este pierda su razón de ser.

Estas cláusulas tienen su origen en el sistema jurídico anglosajón, conocido como Common Law, y han sido tradicionalmente empleadas en transacciones de fusiones y adquisiciones (M&A), así como en acuerdos de financiación. Su función principal es ofrecer un mecanismo de salvaguarda que permita a las partes ajustar, renegociar o incluso rescindir el contrato si se produce un evento que altere de manera sustancial las condiciones bajo las cuales se pactó inicialmente.

La facultad de invocar una cláusula de Cambio Material Adverso (MAC) se activa durante el período intermedio, que transcurre entre la firma del contrato de compraventa y su cierre definitivo. El término "material" o "relevante" en este contexto es un concepto jurídico

indeterminado, lo que ha llevado a tribunales y organismos reguladores en jurisdicciones anglosajonas y angloamericanas, como el Takeover Panel y la Corte de Cancillería de Delaware, a esforzarse por definirlo con mayor precisión.

En particular, las decisiones judiciales de la Corte de Cancillería de Delaware, como en los casos de *In re IBP, Inc. v. Tyson Foods* (enero de 2001) y *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG, et al.*, C.A. No. 2018-0300, son de especial importancia. Estas sentencias han establecido que para que una cláusula MAC sea aplicable, deben cumplirse tres condiciones fundamentales: primero, debe haberse producido un cambio; segundo, dicho cambio debe ser significativo; y tercero, este cambio significativo debe tener un efecto adverso sobre la empresa objeto de adquisición. Estas circunstancias imprevistas deben impactar de manera negativa y sustancial a la empresa adquirida, de tal forma que, de haber sido conocidas por la parte afectada, esta no habría procedido con la transacción.

Bajo este pretexto, una posible prohibición de contratar con el sector público cumpliría todos los requisitos necesarios para ser considerado un cambio “material” y “relevante”, ya que supone un cambio significativo que tiene un claro efecto adverso sobre la compañía que va a ser adquirida.

Mi recomendación sería redactar una cláusula MAC en la que se identifique como Cambio Material Adverso el hecho de que la compañía reciba una sanción que le prohíba contratar con el sector público, estableciendo como consecuencia que, en caso de que eso suceda, el comprador tendrá el derecho de rescindir el contrato sin penalización alguna.

Sin embargo, esta no es la única solución que propongo. Por la información que me habéis transmitido, parece que los hechos merecedores de sanción afectan únicamente a la concesión del puerto de Santander. Otra alternativa, quizá, si me permitís la expresión, más creativa, sería considerar una **escisión de la sociedad**, identificando para ello la parte de la sociedad Estrella del Mar que está directamente involucrada en las actividades bajo investigación por parte de la CNMC.

Concretamente, estaríamos ante una escisión parcial. Las escisiones parciales son aquellas transacciones en las que una o más porciones del patrimonio de la sociedad original se segregan, sin que ello implique la disolución de la entidad escindida. En este tipo de escisión, tanto la sociedad que continúa existiendo como las nuevas entidades que se crean a partir de las partes segregadas deben constituir unidades económicas autónomas. Esto significa que

cada una de las entidades resultantes debe ser capaz de operar de manera independiente, con sus propios activos, pasivos y operaciones, asegurando así la viabilidad económica de cada unidad tras la escisión.

Aplicando el modelo de escisión parcial a nuestro caso concreto, se procedería a la creación de una nueva entidad jurídica a la cual se transferirá la parte de la empresa involucrada en las actividades actualmente bajo investigación. Estas actividades, que incluyen las relacionadas con la concesión del puerto de Santander y las prácticas de colusión, serán asumidas por esta nueva entidad. Por otro lado, la sociedad original, Estrella del Mar, continuará su existencia y funcionamiento con el resto de sus activos y operaciones que no están implicados en el procedimiento sancionador. Esta continuidad permitirá a Estrella del Mar mantener su actividad empresarial sin el riesgo asociado a las investigaciones, preservando así su estabilidad y valor en el mercado y permitiendo, por otro lado, que se acometa la operación de compraventa.

Si queréis consultar la regulación específica de la escisión parcial, deberéis acudir al artículo 60 del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea.

En **conclusión**, en el contexto de la potencial sanción por prácticas anticompetitivas que enfrenta Estrella del Mar, es crucial seleccionar mecanismos contractuales que ofrezcan la máxima protección y flexibilidad al comprador. Tras evaluar las opciones disponibles, se deduce que las cláusulas de Cambio Material Adverso bien (MAC) bien definidas y la escisión parcial como parte de la estrategia contractual, son las herramientas más adecuadas para mitigar los riesgos asociados a este procedimiento sancionador. En contraste, las manifestaciones y garantías, aunque útiles para asegurar la veracidad de la información proporcionada, pueden no ofrecer una protección suficiente si el riesgo se materializa después del cierre. Las indemnizaciones específicas y el ajuste de precio podrían no proteger

suficientemente los intereses del comprador ni reflejar adecuadamente el impacto a largo plazo de una prohibición de contratar con el sector público.

- La estructura societaria del grupo Estrella del Mar dista mucho de ser ideal. En concreto, en la actualidad, la estructura del grupo, en términos generales, puede resumirse como sigue:

⇒ Estrella del Mar, S.A., es titular de la concesión del puerto de Bilbao, y buena parte del personal de tierra especializado que presta tareas de soporte a la actividad de estiba, asimismo es titular de un contrato de arrendamiento con Barcos Anton, S.L. por el que este le presta su flota de remolcadores a fin de que la sociedad pueda realizar las labores de guía en puerto sirviéndose del práctico. Adicionalmente, Estrella del Mar, S.A. aglutina todo el equipo de dirección que presta soporte a la actividad, alguno de los cuales presta también servicio a la actividad de transporte de mercancías, que constituye la rama de actividad principal del grupo.

⇒ Estrella del Mar, S.A., tiene el 100% de Estrella Gestión Puertos, S.L.U. ("Estrella Gestión Puertos"), titular de las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander, y otros activos ligados a la actividad en dichas plazas.

⇒ Por su parte, por razones políticas, la concesión relativa al puerto de Casablanca (Marruecos), y los medios materiales y humanos adscritos a la prestación de los servicios en dicha plaza, es propiedad de una de las filiales del grupo que opera la ruta de transporte de mercancías entre Bilbao y Casablanca, i.e., Estrella Marruecos, S.L.U., cuyas participaciones son titularidad al 100% de la sociedad cabecera de dicho negocio, i.e., Estrella Mercancías, S.L.U., participada a su vez directamente y al 100% por Estrella del Mar.

Su cliente le solicita una propuesta de reorganización societaria a los efectos de presentársela al grupo vendedor, y a resultas de la cual la totalidad de la actividad objeto de adquisición sea controlada por Estrella Gestión Puertos, la cual será la sociedad objeto de compraventa. Sobre este particular, le informa que el vendedor es

totalmente contrario a hacer cualquier tipo de venta intragrupo, si se puede evitar. Asimismo, le pide una estimación razonable de calendario, así como que le avise de cualquier cautela que deba tener en cuenta, incluyendo a efectos de solicitar las debidas coberturas bajo el contrato de compraventa, tomando en consideración que la reorganización se produciría entre la firma y el cierre de la operación.

Antes de proceder con el desarrollo de la propuesta de reorganización societaria, es imperativo realizar un análisis exhaustivo sobre la posibilidad de transmitir las concesiones administrativas. Asimismo, es necesario determinar los requisitos que, en su caso, deberían cumplirse para llevar a cabo dicha transmisión de manera efectiva y conforme a la normativa vigente.

Ante la situación que me han expuesto, resulta evidente que las concesiones que sería de nuestro interés transferir a Estrella Gestión Puertos, S.L.U. son aquellas correspondientes, por un lado, al puerto de Bilbao, actualmente bajo la titularidad de Estrella del Mar, S.A., y, por otro lado, al puerto de Casablanca, cuyo titular es Estrella Marruecos, S.L.U.

La posibilidad de transmitir la concesión del puerto de Bilbao se encuentra regulada en Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante (en adelante, la “**Ley de Puertos**”), concretamente en su artículo 92. Dicho artículo establece que para que las concesiones puedan ser transmitidas por actos inter vivos, es necesario obtener la autorización previa de la Autoridad Portuaria. Una vez concedida dicha autorización, el nuevo titular se subrogará en los derechos y obligaciones derivados de la concesión. La Autoridad Portuaria tiene la facultad de ejercer los derechos de tanteo y retracto en un plazo de tres meses.

Ahora bien, debéis tener en cuenta que, para que la Autoridad Portuaria autorice la transmisión, se deben cumplir una serie de condiciones, entre las cuales, considero conveniente destacar, en primer lugar, que concesionario haya cumplido con todas las obligaciones que se derivan de la concesión y esté al día en su cumplimiento; en segundo lugar, es necesario que el nuevo titular cumpla con los requisitos necesarios para llevar a cabo la actividad o prestar el servicio que constituye el objeto de la concesión; en tercer lugar, que hayan transcurrido al menos dos años desde la fecha de otorgamiento de la concesión y,

por último, que como consecuencia de la transmisión no se originen situaciones de dominio que puedan afectar a la actividad portuaria en cualquier ámbito.

En conclusión, la transmisión de la concesión relativa al puerto de Bilbao no presentaría inconvenientes, siempre que se cumplan los requisitos previamente mencionados.

Una cuestión diferente es la relacionada con la transmisión de la concesión del puerto de Casablanca, ya que se trata de una concesión otorgada por el Reino de Marruecos. Por lo tanto, es necesario analizar la legislación marroquí para determinar si existe algún inconveniente o impedimento legal al realizar la transmisión. Para determinar la viabilidad de la transmisión de una concesión administrativa en el puerto de Casablanca, sería necesario, por un lado, revisar la Ley 15-02 reguladora del sector portuario y, por otro lado, examinar el contrato de concesión original para identificar cualquier cláusula que permita o restrinja su cesión.

Una vez analizada la posibilidad de transmitir las concesiones administrativas, importante abordar una cuestión independiente de la forma de reorganización societaria: el destino de los trabajadores tras dicha reorganización. La respuesta se encuentra tanto en el Estatuto de los Trabajadores como en el Real Decreto 5/2023. El artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores regula la sucesión de empresa. Del análisis de este artículo, concluimos que estamos ante un caso de sucesión de empresa, ya que la modificación estructural o transmisión afecta a una entidad económica que conservará su identidad, entendida como un conjunto de recursos organizados para llevar a cabo una actividad económica, en este caso, la gestión de la concesión portuaria.

Lo más relevante de este artículo se encuentra en su primer apartado, que establece que el cambio de titularidad de una empresa no extinguirá por sí mismo la relación laboral. El nuevo empresario asumirá los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior, incluyendo los compromisos de pensiones, conforme a su normativa específica, así como cualquier otra obligación en materia de protección social complementaria que hubiera adquirido el cedente.

Por su parte, el RD 5/2023 concede a los trabajadores otra serie de derechos ante una modificación estructural, tales como la puesta a su disposición del proyecto de modificación estructural con un mes de antelación a la fecha de celebración de la junta general o la

aparición de una sección específica dentro del informe del órgano de administración o la posibilidad de formular observaciones hasta 5 días antes de la fecha de la junta general.

A continuación, procederemos a desarrollar las diferentes opciones mediante las cuales les aconsejo llevar a cabo la reorganización societaria. En este contexto, considero que las dos principales alternativas aplicables al caso que nos ocupa son la segregación y las aportaciones de socios o propietarios, conforme a lo establecido en la cuenta 118 del Plan General Contable.

La **segregación** se encuentra regulada en el Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea (el “**Real Decreto 5/2023**”), concretamente en su artículo 61. El mencionado artículo define la segregación como: *“el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica, a una o varias sociedades, recibiendo a cambio la sociedad segregada acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias”*.

Una de las principales notas definitorias de la segregación es que todos los activos y pasivos que integran la unidad o unidades económicas objeto de la segregación se transfieren automáticamente a la sociedad beneficiaria correspondiente, por sucesión universal. Esta transferencia se produce de pleno derecho, sin necesidad de actos adicionales, asegurando que la totalidad del patrimonio afectado por la segregación pase íntegramente a la entidad receptora.

En este contexto, la unidad económica se refiere a todos los elementos relacionados con la gestión de los puertos de Bilbao y Casablanca. Esto incluye activos, pasivos y cualquier relación jurídica que forme parte de las operaciones portuarias.

Sin embargo, es importante destacar que los activos, pasivos y relaciones jurídicas vinculados a Estrella Marruecos, S.L.U. están sujetos a la legislación del Reino de Marruecos. Por lo tanto, para saber si la sucesión universal opera de forma automática será necesario examinar

la legislación marroquí para determinar si reconoce y permite la sucesión universal entre una sociedad segregada y una sociedad beneficiaria españolas.

El RD 5/2023 establece una serie de disposiciones comunes aplicables a las modificaciones estructurales de las sociedades. En este contexto, para llevar a cabo una segregación, es necesario cumplir con varios requisitos formales. En primer lugar, se debe elaborar un proyecto de modificaciones estructurales, el cual debe ser preparado por el administrador de la sociedad o sociedades involucradas en la operación. Este proyecto debe incluir certificados que acrediten que las entidades participantes están al día con sus obligaciones tributarias y con la Seguridad Social.

Adicionalmente, el proceso tradicionalmente requiere la elaboración de un informe por parte del órgano de administración, así como un informe de un experto independiente. También es necesario llevar a cabo la publicidad preparatoria del acuerdo y, finalmente, la publicación del acuerdo alcanzado.

Sin embargo, en el caso que nos ocupa, la segregación se realiza a favor de sociedades íntegramente participadas. En virtud de esta circunstancia, se podría aplicar el artículo 71 del RD 5/2023, que permite una simplificación de los requisitos habituales. Este artículo establece que, en tales casos, no será necesario ni el informe de los administradores ni el informe del experto independiente, lo que facilita y agiliza el proceso de segregación. Esta simplificación representa una ventaja significativa en términos de eficiencia y reducción de costes administrativos para las sociedades involucradas.

A pesar de la posibilidad de optar por la modalidad simplificada de segregación, el proceso continúa siendo complejo debido a la necesidad de cumplir con diversos requisitos legales y administrativos. Esto implica incurrir en una serie de costes significativos y un mayor consumo de tiempo. Por estas razones, mi recomendación sería que la reorganización societaria se lleve a cabo mediante **aportaciones de socios o propietarios, conforme a lo establecido en la cuenta 118 del Plan General de Contabilidad (las “Aportaciones de la Cuenta 118 del PGC”)**. Esta alternativa ofrece una mayor simplicidad y eficiencia, permitiendo a la empresa evitar las complicaciones inherentes a un proceso de segregación. Una posible definición de las Aportaciones de la Cuenta 118 del PGC sería aquella que las identifica como un acto o negocio jurídico mediante el cual uno o varios socios transfieren

dinero, bienes o derechos al patrimonio de una sociedad sin recibir nada a cambio. Las Aportaciones de la Cuenta 118 del PGC no tienen una regulación jurídica concreta, su régimen jurídico se deriva de lo previsto en el propio Plan General Contable. En los últimos tiempos se han popularizado debido a sus múltiples beneficios, entre los que puedo destacar su sencillez, rapidez y economía.

Las Aportaciones de la Cuenta 118 del PGC se incluyen en el subgrupo 11, denominado "Reservas y otros instrumentos de Patrimonio", por lo que se reflejan en el patrimonio neto del balance de las sociedades, siendo consideradas, por tanto, fondos propios y distinguiéndose de esta forma de los instrumentos de deuda. Al tratarse de fondos propios, no existe la obligación de reembolso, a diferencia de lo que ocurre con los préstamos. Comúnmente, cuando se hace referencia a este tipo de aportaciones, se dice que se realizan a "fondo perdido" debido a que la sociedad no está obligada a su devolución. Estas aportaciones pueden ser reembolsadas únicamente si se cumplen una serie de condiciones, entre las cuáles podemos destacar la obtención de beneficios o que la Junta General apruebe su devolución.

A pesar de que no existe impedimento en que la aportación se realice de forma individual por parte del socio, sin mediar más formalidades, en este caso os recomiendo que medie acuerdo de la Junta General. Esto se debe a la particularidad de la naturaleza de las aportaciones, pues, en definitiva, lo que se está aportando son concesiones, y las concesiones son titularidad de la sociedad, no del socio. Luego recomiendo que la decisión sea aprobada en Junta General debido a que es el órgano que conforma la voluntad social en cuanto que aúna las voluntades individuales de los socios.

Otra razón por la que optaría por las aportaciones registradas en la cuenta 118 del Plan General de Contabilidad es debido a sus ventajas fiscales, pues no implican ningún coste fiscal para los socios ni para la sociedad.

- Durante el ejercicio de due diligence, se descubre la existencia de un procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros SA en reclamación de 36.000€ como consecuencia de los daños sufridos en una plataforma elevadora propiedad de su asegurado, ocasionados durante la realización de los trabajos de estiba llevados a cabo por una grúa portico propiedad de la sociedad Estrella del mar, en el puerto de Bilbao.

El cliente desea conocer el alcance y consecuencias de dicho procedimiento en la operación. Profesionales que deberían intervenir y valoración de honorarios de los mismos.

Anteriormente, hemos analizado diversas herramientas contractuales para mitigar riesgos en la operación de compraventa, incluyendo la figura de las *specific indemnities*. En aquel momento, consideré que esta figura no era la más adecuada para abordar los riesgos identificados, como el procedimiento sancionador potencialmente enfrentado por Estrella del Mar. Sin embargo, a la luz de la información obtenida durante el ejercicio de due diligence, en particular el procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros SA, considero que las *specific indemnities* son la herramienta idónea para gestionar este tipo de contingencias.

A continuación, analizaré en profundidad esta figura y desarrollaré por qué creo que, en este supuesto, pueden sernos de utilidad.

La *specific indemnity* es un mecanismo de compensación al comprador que se diferencia del régimen de declaraciones y garantías. Se emplea para abordar contingencias particularmente significativas que se identifican antes de la firma del contrato de compraventa de una empresa. Su propósito es proteger al comprador frente al riesgo de que estas contingencias se concreten después de cerrar la operación. Este tipo de indemnización se utiliza cuando el comprador, generalmente durante el proceso de due diligence, detecta una contingencia que probablemente le cause perjuicios. En tales casos, se acuerda con el vendedor que este asumirá completamente las consecuencias económicas negativas derivadas de dicha contingencia. Normalmente, estas indemnizaciones no están sujetas a limitaciones en cuanto a cantidad o tiempo.

Una vez que conocemos lo que es una *specific indemnity*, podemos comprobar como resulta aplicable al caso que nos ocupa. En esta figura se destacan dos características principales: por un lado, una contingencia identificada antes de la firma del contrato de compraventa (en nuestro caso, un procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros SA) y, por otro lado, que esta contingencia genere una serie de perjuicios cuantificables al comprador (en nuestro caso, la reclamación de 36.000 euros).

¿Existiría algún otro tipo de alternativa? La respuesta es que sí, pero serían difícilmente articulables, bien por parte del vendedor o bien por ser demasiado gravosa para ambos. En

primer lugar, se podría recurrir a un ajuste de precio, pero esto difícilmente sería aceptado por el vendedor debido a que la contingencia únicamente es potencial, no real. En segundo lugar, se podría plantear la posibilidad de abandonar la operación, pero ésta sería una consecuencia excesivamente grave ante una contingencia identificada y cuantificable.

Ahora bien, hay que ser cuidadosos con la redacción de la *specific indemnity*, pues para activar dicha cláusula únicamente tendremos que probar la existencia del daño y la relación de causalidad, por lo que hay que ser muy meticulosos describiendo el hecho recogido en la *specific indemnity*. Un ejemplo de redacción de la mencionada cláusula sería: *“El Vendedor se compromete a indemnizar al Comprador de y contra cualquier pérdida, daño, costo, gasto, responsabilidad o reclamación (incluidos, sin limitación, honorarios razonables de abogados y costos judiciales) que el Comprador pueda sufrir, incurrir o enfrentar como resultado del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros SA, en reclamación de 36.000€ por los daños sufridos en una plataforma elevadora durante los trabajos de estiba realizados por una grúa pórtico propiedad de Estrella del Mar en el puerto de Bilbao.”*

En relación a los profesionales que deberían intervenir, mi recomendación sería contar, en primer lugar, con un abogado especializado en derecho mercantil y litigios. Los honorarios de un abogado pueden variar significativamente según la jurisdicción y la complejidad del caso, pero generalmente oscilan entre 150 y 500 euros por hora. En segundo lugar, un perito o experto en seguros debería intervenir para evaluar la reclamación de Generali Seguros SA. Los honorarios de un perito suelen estar en el rango de 100 a 300 euros por hora, y un informe detallado podría costar entre 1.000 y 5.000 euros. En tercer lugar, para valorar el impacto en el ámbito financiero de la empresa, sería imprescindible contar con un consultor financiero. Los honorarios de un consultor financiero pueden variar entre 150 y 400 euros por hora.

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

El pacto de no competencia es una herramienta legítima y comúnmente utilizada en operaciones de compraventa de empresas para proteger los intereses del comprador, asegurando que el vendedor no compita directamente con el negocio objeto de la transacción. Este tipo de acuerdos busca salvaguardar el valor de la inversión del comprador, permitiéndole consolidar su posición en el mercado sin la amenaza de una competencia inmediata por parte del grupo vendedor.

El Tribunal Supremo, en su Sentencia 9 de mayo de 2016, establece entre las obligaciones del vendedor, en primer lugar: *“Comunicar al comprador los conocimientos e informaciones relativos a los procedimientos técnicos de producción y a las estructuras, sistemas y relaciones que configuran la organización comercial de la empresa, tales como los sistemas de ventas, las listas de clientes y proveedores, las estrategias comerciales en el mercado, las redes de distribución y comercialización, etc”* y, en segundo lugar, *“Abstenerse de llevar a cabo una actividad competitiva con la actividad de la empresa enajenada. El objetivo de esta obligación de no hacer no es otro que evitar que el vendedor sustraiga, retenga la clientela adquirida, u dificulte la generación de nueva clientela que la empresa transmitida está habilitada para generar en el momento de la transmisión.”*

Sin embargo, al considerar la implementación de un compromiso de no competencia de cinco años de duración y aplicable a toda la región del Mediterráneo, es importante tener en cuenta que podrían surgir problemas relacionados con la duración y la extensión geográfica del mismo.

Con respecto **extensión temporal**, en el ámbito del derecho español, la duración de los pactos de no competencia ha sido objeto de debate en numerosas ocasiones. El Tribunal Supremo, en su fallo del 18 de mayo de 2012, determinó que las cláusulas de no competencia son justificables siempre que su duración, alcance geográfico y contenido no superen lo que es razonablemente necesario para asegurar que el valor de la transacción no se vea comprometido por las acciones del vendedor. En la práctica, decisiones judiciales posteriores han considerado que un periodo superior a tres o cuatro años podría ser excesivo. Por ejemplo, la Audiencia Provincial de Madrid, en su sentencia del 4 de diciembre de 2015, declaró parcialmente nulas aquellas cláusulas que imponían restricciones por más de dos años.

De acuerdo con el derecho europeo, específicamente la Comunicación 2005/C56/03, las cláusulas de no competencia se consideran justificadas por un máximo de tres años en transacciones de compraventa que involucren la transferencia de la clientela como parte del fondo de comercio, junto con conocimientos técnicos. Sin embargo, si la transacción únicamente abarca el fondo de comercio, el periodo permitido se reduce a dos años.

Como se puede observar del análisis de la jurisprudencia nacional e internacional, 5 años es un tiempo excesivo para una cláusula de no competencia y corremos el riesgo de que sea declarada nula.

Con la **extensión geográfica** también debemos tener cuidado, pues teniendo en cuanto el ámbito de actuación de Estrella del Mar, quizá un pacto de no competencia aplicable a toda la región del mediterráneo resulta excesivo. El Tribunal Supremo, en su sentencia de 18 de mayo de 2012, se ha pronunciado sobre este extremo, asegurando que las cláusulas de no competencia son válidas *“salvo que, por su duración, su ámbito geográfico y su contenido excediese de lo razonablemente útil o conveniente para garantizar que el valor de las participaciones no se viera deteriorado por la actuación del transmitente”*. En este supuesto podría considerarse que toda la región del mediterráneo excede lo razonablemente útil.

Para abordar las implicaciones de una posible notificación de la operación a la CNMC con el fin de obtener autorización previa, es necesario analizar primero las razones por las cuales, en este caso, se requiere dicha autorización. Deben notificarse a la CNMC las operaciones consideradas como **“concentraciones económicas”**. A nivel nacional, el régimen aplicable a estas concentraciones está regulado por la Ley de Defensa de la Competencia y por el Reglamento de Defensa de la Competencia, aprobado mediante el Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero (el “Reglamento de Defensa de la Competencia”).

¿Cuándo se produce una concentración económica? Para responder a esta pregunta debemos acudir al artículo 7.1 de la Ley de Defensa de la Competencia, el mencionado artículo señala que se producirá una situación de concentración económica *“cuando tenga lugar un cambio estable del control de la totalidad o parte de una o varias empresas”*. En esta primera exploración del concepto de concentración económica, lo que inicialmente destaca es la idea de "control". Únicamente se considerarán como posibles concentraciones económicas aquellas operaciones que impliquen una transacción de control o una modificación en la naturaleza de una posición de control ya existente. Pero, ¿qué entendemos por "control"? Se

considera que hay una situación de "control" cuando se tiene la facultad o la capacidad de intervenir en una empresa ejerciendo una influencia determinante.

Para afirmar la existencia de "control", no es necesario que la influencia sobre una empresa se haya ejercido o se vaya a ejercer en un futuro próximo; basta con que exista una posibilidad real de ejercer dicha influencia.

Una vez que hemos comprendido el significado de "control" según lo establece la Ley de Defensa de la Competencia, debemos proceder a examinar el concepto de "cambio de control". El término concentración está intrínsecamente vinculado a la adquisición o modificación en la estructura de control de una empresa. La LDC especifica explícitamente ciertos casos en los que se considerará que ha ocurrido un cambio de control, lo cual dará lugar a una concentración económica: *“la fusión de dos o más empresas anteriormente independientes”*; *“la adquisición por una empresa del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas”* y *“la creación de una empresa en participación y, en general, la adquisición del control conjunto sobre una o varias empresas, cuando éstas desempeñen de forma permanente las funciones de una entidad económica autónoma”*.

La Ley de Defensa de la Competencia culmina su definición de concentración económica introduciendo dos últimos elementos definatorios, por un lado, el elemento temporal, ya que alude a un cambio *“estable”* de control, es decir, el cambio de control debe, necesariamente, tener un carácter duradero o persistente, que se alcance con el objetivo de perdurar en el tiempo. Y, por otro lado, el objeto sobre el que debe recaer el control, ya que las operaciones de concentración económica se refieren a cambios estables de control sobre *“la totalidad o parte de una empresa”*.

Como vemos, el caso que nos ocupa reúne los elementos indicados en los párrafos anteriores. Ahora bien, únicamente deberá ser notificada la operación a las autoridades de competencia nacionales si se alcanzan unos umbrales los cuales se encuentran recogidos en el artículo 8 de la Ley de Defensa de la Competencia. Estos umbrales son alternativos, es decir, si concurre al menos una de las siguientes circunstancias, la operación deberá ser notificada a la CNMC para que ésta la autorice: en primer lugar, si *“como consecuencia de la concentración se adquiera o se incremente una cuota igual o superior al 30 por ciento del mercado relevante de producto o servicio en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo”* y, en segundo lugar, si *“el volumen de negocios global en España*

del conjunto de los partícipes supere en el último ejercicio contable la cantidad de 240 millones de euros, siempre que al menos dos de los partícipes realicen individualmente en España un volumen de negocios superior a 60 millones de euros”.

Si se cumplen estos umbrales, se deberá suspender la concentración hasta que la CNMC autorice la operación.

Debo advertiros sobre la importancia de no ignorar esta obligación de suspensión, pues si ejecutáis la operación sin contar con la previa autorización de la CNMC incurriríais en lo que se conoce como “**gun jumping**”. En España, el “*gun jumping*” puede resultar en una multa de hasta el 5% del volumen de negocio mundial de la empresa infractora. A nivel de la Unión Europea, esta sanción puede llegar hasta un máximo del 10%. Tanto la CNMC en España como la Comisión Europea pueden exigir a las empresas que notifiquen una concentración no autorizada para evaluar su compatibilidad con las normas de competencia. Si finalmente determinan que la concentración obstaculiza de manera significativa la competencia en el mercado pueden ordenar la desconcentración de la operación llevada a cabo sin previa autorización de las autoridades de competencia. El Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha establecido que una concentración se ejecuta cuando hay un cambio duradero en el control de una empresa, lo que puede ocurrir a través de fusiones o adquisiciones o de forma involuntaria como por ejemplo por medio de un acuerdo de colaboración entre empresas o un acuerdo de exclusividad de larga duración.

Una de las estrategias que recomiendo para evitar incurrir en “*gun jumping*”, además de actuar con precaución y tener muy claro el momento en que se está ejecutando una operación, es mantener un contacto directo y continuo con la CNMC. Esto implica llevar a cabo trámites de pre-notificación y realizar consultas informales con las autoridades de competencia."

Las multas por este tipo de infracciones no son infrecuentes, a modo de ejemplo, os puedo comentar que la CNMC en el año 2022, multó a dos empresas que desarrollaban sus servicios en el sector funerario por un total de 385.000 euros. Los expedientes afectaban a Albia Gestión de Servicios, S.L.U. (filial del grupo Santa Lucía) que no notificó la adquisición de Funeraria Tanatorio La Paz, S.L. y Tanatorio de Marín, S.L. en 2019 , y a Funespaña, S.A. (filial del grupo Mapfre) que tampoco notificó la adquisición del control conjunto de Funeraria San Vicente, S.L. antes de su ejecución en 2018.

Ante la necesidad de notificar la operación a la CNMC debido a una posible situación de concentración económica, debemos considerar qué mecanismos contractuales son los más adecuados para mitigar los posibles riesgos derivados de la necesidad de obtener una autorización previa por parte de la autoridad de competencia. En este sentido, mi recomendación es incluir una **condición suspensiva** en el contrato de compraventa. La condición suspensiva es una herramienta muy útil que permite que las partes de un contrato queden obligadas a sus términos específicos solo si se cumplen ciertas condiciones. En el caso que nos ocupa, las partes quedarían obligadas únicamente si la CNMC autoriza la operación. De esta manera, el contrato de compraventa únicamente producirá efectos jurídicos si la resolución por parte de la autoridad de competencia es positiva, autorizando la concentración.

Las condiciones suspensivas son una metodología bastante frecuente en la práctica, ya que, ante la imposibilidad de prever el futuro, una buena solución es incluir una cláusula en el contrato de compraventa que permita a las partes establecer que dicho contrato solo generará derechos y obligaciones si se cumple una condición específica.

Para entender el funcionamiento y la naturaleza de las condiciones suspensivas, debéis tener en cuenta que, con frecuencia, el negocio jurídico de la compraventa no se perfecciona en un único acto, sino que distinguimos, por un lado, la firma o *signing*, donde nace el contrato y se estipulan los términos y condiciones que van a regir la transacción y, por otro lado, el cierre o *closing* donde se consuma finalmente el contrato de compraventa y se llevan a cabo lo que se conocen como actuaciones de cierre. El periodo que media entre ambos es lo que se conoce como *“periodo interino”*.

En el caso que nos ocupa, el cierre de la transacción únicamente tendría lugar una vez se hubiese acreditado el cumplimiento de la condición suspensiva consistente en que la CNMC autorice la concentración.

Las condiciones suspensivas están vinculadas a un hecho futuro e incierto, como el supuesto que estamos tratando, pero no pueden depender única y exclusivamente de la voluntad de una de las partes, pues, en ese caso, la condición suspensiva sería declarada nula, así lo recoge el artículo 1115 del Código Civil: *“cuando el cumplimiento de la condición dependa de la exclusiva voluntad del deudor, la obligación condicional será nula”*.

La inclusión de una condición suspensiva en un contrato afecta específicamente las obligaciones principales de compra y venta, pero no altera otras obligaciones del contrato, como las relacionadas con el período interino, la confidencialidad o el régimen de responsabilidad.

Les aconsejo que consideren detenidamente la inclusión de una condición suspensiva en el contrato, ya que introduce un elemento de incertidumbre en cuanto al cierre del mismo. Esta incertidumbre puede hacer que el uso de condiciones suspensivas sea más limitado. Es fundamental evaluar cuidadosamente los beneficios que la flexibilidad de una condición suspensiva puede ofrecer, en comparación con la incertidumbre que podría generar. Al tomar esta decisión, es importante sopesar tanto las ventajas como los posibles riesgos asociados.

Parte 2. Unos meses después, el equipo de directivo de Estrella del Mar, impresionado con su trabajo como asesor de Atlas Capital en el anterior proceso, se pone en contacto con usted en relación con una potencial operación consistente en la toma de una participación minoritaria de alrededor de un 29,7% en la sociedad cotizada española OceanShip S.A. ("OceanShip"), con sede en Barcelona, empresa líder en el transporte de mercaderías entre los principales puertos del mar Mediterráneo. La operación, según le comentan, viene patrocinada por uno de los accionistas de control (88%) de Estrella del Mar, la familia Machado, quien, a su vez, indirectamente y a través de una sociedad patrimonial, tiene una participación significativa de un 3,5% en el capital de OceanShip. Sobre este particular, les plantean las siguientes cuestiones.

- Evalúe si es posible articular la operación de compraventa sin que surja la obligación de lanzar una OPA obligatoria. En caso de que no sea posible, le piden que exponga en qué condiciones podría articularse la compraventa y por qué porcentaje. En relación con este punto, le informan que el Consejo de OceanShip tiene previsto lanzar un programa de recompra de acciones en los próximos meses que podría afectar hasta a un 1% del capital actualmente en circulación. En caso de que se aprobase, cuáles serían las consecuencias para Estrella del Mar.

Para abordar las cuestiones planteadas, es necesario realizar una breve aproximación a la figura de las ofertas públicas de adquisición (las "OPA's"). Las OPA's se establecen como

una limitación imprescindible a la libertad de contratación en el perímetro del mercado de valores y, concretamente, en el mercado de control de sociedades. Además de ello, es fundamental señalar el marco normativo en el que se regulan las OPA's. A nivel europeo, su regulación se encuentra configurada en la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (la “**Directiva de OPA's**”). A nivel nacional, la mencionada directiva ha sido traspuesta a través de la incorporación de diferentes artículos vinculados con la materia en la Ley del Mercado de Valores (la “**LMV**”) y mediante el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición (el “**RD de OPA's**”).

La primera pregunta que se formula, está vinculada con la posible obligación de formular una OPA obligatoria en relación con una potencial operación consistente en la toma de una participación minoritaria de alrededor de un 29,7% en la sociedad cotizada española OceanShip S.A. por Estrella del Mar, teniendo en cuenta que esta operación viene patrocinada por uno de los accionistas de control (88%) de Estrella del Mar, la familia Machado, quien, a su vez, indirectamente y a través de una sociedad patrimonial, tiene una participación significativa de un 3,5% en el capital de OceanShip. Es importante señalar que la obligación de presentar una oferta pública de adquisición (OPA) está vinculada al hecho de obtener el control de una sociedad cotizada. Tanto la LMV, en su artículo 131, como el RD de OPA's, por medio de su artículo 4, recogen una definición de participación de control que resulta aplicable al asunto en cuestión, pues, como regla general, se entiende “*que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando se dé uno cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100*”.

Por lo tanto, **quien en una sociedad cotizada adquiera al menos el 30% del capital social con derecho a voto estará obligado a formular una OPA dirigida a todos los accionistas de dicha sociedad.** Esta obligación, por un lado, supone una carga para el adquirente que supere el umbral anteriormente mencionado y, por otro lado, se configura como un derecho de salida o derecho de separación para el accionista minoritario, concediéndole la posibilidad de valorar si se mantiene en el capital debido a que cree en el proyecto o si, por el contrario, prefiere desprenderse de sus acciones.

Al aplicar esta premisa al caso concreto, resulta evidente que la formulación de una OPA obligatoria parece ineludible. El umbral de control se establece generalmente en el 30% del capital social con derecho a voto. Considerando que la operación propuesta contempla la adquisición de un 29,7% y que la familia Machado ya posee indirectamente un 3,5%, la suma de estas participaciones alcanzaría el 33,2%. Esto supera el umbral del 30%, lo que, en consecuencia, activa la obligación de lanzar una OPA obligatoria.

Un aspecto crucial a considerar en esta materia es el procedimiento y las reglas aplicables para el cómputo de la participación. El RD de OPA's, en su artículo 5, establece que se atribuyen al accionista los derechos de voto ostentados por otras personas o entidades en determinados supuestos, como los derechos de voto que ostenten otras sociedades del mismo grupo. Este precepto es aplicable al presente caso, ya que la participación indirecta de la familia Machado, a través de una sociedad patrimonial, debe ser considerada en el cálculo total, contribuyendo así a alcanzar el 33,2% de los derechos de voto en la sociedad objetivo. Para evitar la obligación de lanzar una OPA, Estrella del Mar debería considerar cuidadosamente la cantidad de participación que planea adquirir en OceanShip S.A. Dado que la familia Machado ya posee indirectamente un 3,5% de los derechos de voto a través de una sociedad patrimonial, Estrella del Mar debe asegurarse de que la suma de esta participación existente y la nueva adquisición no supere el umbral del 30%. Esto significa **que la adquisición debe limitarse a un máximo del 26,5% del capital social con derecho a voto. Al hacerlo, la participación combinada de Estrella del Mar y la familia Machado se mantendría justo en el límite del 30%, evitando así la activación de la obligación de lanzar una OPA obligatoria.**

Os recomiendo que, si os decantáis por esta opción, previamente realicéis un análisis detallado y una planificación exhaustiva para garantizar que cualquier fluctuación en el número total de acciones en circulación no altere inadvertidamente el porcentaje de participación total, llevándolo por encima del umbral crítico. Esto está estrechamente vinculado con lo que me comentáis sobre la intención del el Consejo de OceanShip de lanzar un programa de recompra de acciones en los próximos meses que podría afectar hasta a un 1% del capital actualmente en circulación. Si esta posibilidad se termina materializando, podríamos vernos abocados a una toma de control sobrevenida. El RD de OPA's estipula una serie de supuestos de adquisición sobrevenida del control, entre los cuáles se encuentra

precisamente el asunto que estamos tratando. Uno de los supuestos prototípicos es la variación en la autocartera. Esto se debe a que, si OceanShip adquiere un 1% de su propio capital en circulación como autocartera, el total de derechos de voto disponibles disminuye. Como resultado, Estrella del Mar, que inicialmente tendría una participación cercana al 30%, podría, debido a esta reducción en el universo de derechos de voto, superar el umbral del 30% sin necesidad de adquirir acciones adicionales.

Ante esta situación, ¿cuáles serían las posibles consecuencias? Se establece un plazo de tres meses durante el cual Estrella del Mar dispone de dos opciones: formular la OPA obligatoria o reducir su participación por debajo del umbral máximo del 30%. No obstante, en los casos relacionados con la autocartera, existe una particularidad significativa. La propia sociedad, OceanShip, que inicialmente podría desencadenar la obligación de formular una OPA al adquirir acciones en autocartera, tiene la capacidad de eximir a Estrella del Mar de dicha obligación. Esto puede lograrse si, dentro del mismo periodo de tres meses, OceanShip decide volver a poner en el mercado las acciones adquiridas como autocartera. Al hacerlo, se incrementa nuevamente el número total de derechos de voto en circulación, diluyendo así la participación de Estrella del Mar y potencialmente reduciéndola por debajo del umbral del 30%, lo que elimina la necesidad de lanzar una OPA.

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

El artículo 8 g) del RD de OPA's establece que la formulación de una OPA no será obligatoria siempre y cuando concurren tres requisitos: en primer lugar, cuando una persona alcance, directa o indirectamente, el 30% de los derechos de voto como consecuencia de una fusión

en la sociedad cotizada resultante; en segundo lugar, que, en la junta general correspondiente de la sociedad afectada, esa persona no haya votado a favor de la fusión y, por último, que pueda demostrarse que el objetivo perseguido por la fusión no es la toma de control sino no objetivo industrial o empresarial.

Los requisitos anteriormente mencionados deberán ser probados por la empresa adquiriente a la CNMV con el fin de que esta otorgue la exención. Uno de los requisitos que suele presentar mayores desafíos en términos de prueba es demostrar que la operación de fusión tiene un propósito industrial o empresarial, y no se realiza únicamente con el objetivo de tomar el control de la sociedad cotizada absorbente. En la práctica, se han desarrollado una serie de argumentos que se presentan ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para evidenciar que la finalidad principal no es la adquisición de control. Para ello, se utilizan tres tipos diferentes de documentos o informes.

En primer lugar, la solicitud de exención generalmente incluye una descripción detallada de la operación, junto con las razones que sustentan que el objetivo principal no es el control de la sociedad. Esta solicitud suele estar acompañada de informes o dictámenes elaborados por expertos externos que respaldan dicha afirmación. En segundo lugar, se presenta un informe elaborado por un perito o consultor de negocios. Este informe, basado en la información proporcionada por las empresas involucradas en la fusión, concluye que el propósito de la operación es de naturaleza industrial o empresarial. Finalmente, se incluye un dictamen jurídico que analiza y respalda la posición de que la fusión no tiene como objetivo principal la toma de control. Estos documentos, en conjunto, se presentan ante la CNMV para justificar la exención de la obligación de lanzar una OPA, demostrando que la operación responde a intereses empresariales legítimos.

Además, también es habitual que las partes asuman una serie de compromisos como, por ejemplo, limitaciones que pueden extenderse de uno a tres años relacionadas con la adquisición de acciones de la sociedad cotizada; limitaciones vinculadas con el nombramiento de consejeros; la inclusión de mayorías reforzadas en los estatutos sociales para asuntos considerados relevantes o el compromiso de mantener la identidad corporativa. La CNMV otorgará la correspondiente exención tras verificar el cumplimiento de los requisitos previamente mencionados. El plazo establecido para que la CNMV emita esta exención es de quince días, contados a partir de la presentación de la solicitud.

Es importante destacar que dicha solicitud ante la CNMV solo puede ser presentada una vez que la fusión haya sido aprobada por las juntas generales de ambas compañías involucradas y haya concluido el periodo de oposición de acreedores. Este procedimiento asegura que todos los pasos previos necesarios se han cumplido antes de solicitar la exención.

Finalmente, la CNMV evaluará si el propósito industrial o empresarial de la operación prevalece sobre el objetivo de toma de control.

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

A la luz de la exención otorgada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), procederé a centrar mi análisis en el proceso de fusión. Este enfoque permitirá delinear un calendario detallado y los pasos fundamentales necesarios para llevar a cabo la fusión de manera efectiva.

Dentro de una fusión podemos distinguir tres fases: la fase preparatoria, la fase deliberatoria y la fase de ejecución.

La **fase preparatoria** comienza con el proyecto de común de fusión, el cual tendrá que ser redactado y suscrito por los administradores de cada una de las sociedades que intervengan en la fusión. Una vez suscrito, los administradores prescindirán de desarrollar actuaciones que puedan poner en peligro la aprobación del proyecto o provocar una variación sustancial en la relación de canje de las acciones, participaciones o cuotas. Si dentro de los seis meses siguientes a la fecha del proyecto común de fusión no ha sido aprobado por las juntas de los socios de todas las sociedades que participan en la fusión, quedará sin efecto. El contenido del proyecto común de fusión viene estipulado en los artículos 4 y 40 del RD 5/2023, pero podemos destacar que deberá incluir, entre otros, los de la sociedad resultante de la fusión, el tipo de canje o la fecha a partir de la cual la fusión tendrá efectos contables.

A su vez, los administradores deberán preparar un informe dirigido a los socios y a los trabajadores, en el cual se expliquen y justifiquen los aspectos jurídicos y económicos de la fusión. Este informe también deberá abordar las consecuencias para los trabajadores y, en particular, el impacto en la futura actividad empresarial de la sociedad y en sus acreedores.

Al menos un mes antes de la celebración de la junta general que apruebe la operación, los administradores de las sociedades implicadas deberán poner a disposición de los socios y de los representantes de los trabajadores, o de los propios trabajadores en ausencia de representantes, el informe o informes junto con el proyecto de modificación estructural, si está disponible.

No solo los administradores deberán elaborar un informe, sino también un experto independiente, quien, a solicitud de los administradores y designado por el Registro Mercantil, examinará la fusión y elaborará un informe que deberá estar a disposición de los socios al menos un mes antes de la fecha de celebración de la Junta General que apruebe la fusión.

En este caso concreto, al ser sociedades anónimas las que participan en el proyecto de fusión, el informe del experto independiente debe contener una peculiaridad recogida en el artículo 41.3 del RD 5/2023: *“El informe del experto o de los expertos estará dividido, en al menos, dos partes: en la primera, deberá exponer los métodos seguidos por los administradores para establecer el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de los socios de las sociedades que se extinguen; y en la segunda, deberá manifestar la opinión de si el patrimonio de las sociedades que se extinguen es igual, al menos, al capital de la nueva sociedad o al importe del aumento del capital de la sociedad absorbente cuando la nueva sociedad o la sociedad absorbente sea una sociedad anónima o comanditaria por acciones.”*

La última parte de esta fase preparatoria estaría integrada por el balance de fusión, que podrá sustituirse por el informe financiero semestral requerido por la legislación sobre mercado de valores, al ser al menos una de las sociedades que participa en la fusión una sociedad anónima cotizada. Esta sustitución podrá hacerse efectiva siempre que el mencionado informe hubiere sido cerrado y hecho público dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión. Un aspecto muy importante es que, por sí sola, la impugnación del balance de fusión no tendrá capacidad para suspender la ejecución.

Tras la elaboración de los documentos e informes recientemente nombrados, comienza la **fase deliberatoria**, integrada por la aprobación de la fusión por parte de la Junta General de cada una de las sociedades que participen en la fusión. En las sociedades anónimas, para que la junta general apruebe el proyecto, se requiere que en la primera convocatoria asistan o estén representados accionistas que posean al menos el 50% del capital suscrito con derecho

a voto. En la segunda convocatoria, es suficiente con la presencia del 25% de dicho capital. Si el capital presente o representado alcanza al menos el 50%, el acuerdo puede adoptarse por mayoría absoluta. Sin embargo, si en la segunda convocatoria asisten accionistas que representan entre el 25% y menos del 50% del capital suscrito con derecho a voto, se necesitará el voto favorable de dos tercios del capital presente o representado en la junta.

Como mínimo, un mes antes de la fecha prevista para la celebración de la junta, se deberá publicar la correspondiente convocatoria o comunicación individual a cada uno de los socios. Antes de la publicación del mencionado anuncio de convocatoria, los administradores deberán poner a disposición de los socios, por ejemplo, por medio de la página web de la sociedad, una serie de documentos, como, por ejemplo, el balance de fusión de cada una de las sociedades que vayan a fusionarse o la identidad de los administradores de las sociedades. Finalmente, después de la fase de deliberación, procedemos a la fase de ejecución. La fase de ejecución se inicia con la publicación del acuerdo, es decir, el acuerdo de fusión deberá publicarse en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en la página web de la sociedad.

En el marco de la **fase de ejecución**, un aspecto crucial es la oposición de los acreedores. Una de las principales innovaciones introducidas por el Real Decreto 5/2023 es la eliminación del derecho de oposición de los acreedores a las operaciones de modificación estructural. En su lugar, se ha implementado un sistema de garantías. Según este nuevo sistema, los acreedores cuyos créditos hayan surgido antes de la publicación del proyecto de fusión tienen la posibilidad de notificar a la sociedad su disconformidad respecto a las garantías ofrecidas. En caso de que un acreedor considere que las garantías son inadecuadas, puede dirigirse al Registrador Mercantil, quien trasladará la queja a la sociedad para que esta ofrezca nuevas garantías. Si el acreedor continúa insatisfecho, tiene la opción de solicitar al Juzgado de lo Mercantil que determine las garantías necesarias.

Finalmente, como parte de las actuaciones finales a realizar dentro de la fase de ejecución, es fundamental destacar el otorgamiento de la escritura y su posterior inscripción en el Registro Mercantil.

- La familia Machado y la familia Azcona, titular del restante 12% en Estrella del Mar, firmaron un pacto de accionistas en 1987 que estipulaba que para la aprobación de cualquier modificación estructural sería necesario el voto a favor

de la familia Azcona. Dicho pacto nunca ha sido modificado desde entonces, aún a pesar de las múltiples modificaciones de estatutos aprobadas por ambos accionistas hasta el día de hoy, ninguna de las cuales tratan la cuestión relativa a este derecho.

Un tiempo después que se produjese la aprobación de la fusión por parte de la familia Machado, sin que la familia Azcona hubiese acudido a la Junta General, por desavenencias sobre la operación expresadas en repetidas ocasiones por el consejero designado a propuesta de la familia Azcona en el Consejo de Estrella del Mar (las cuales constan en acta), la familia Machado recibe en una notificación de la familia Azcona anunciando acciones legales derivadas de la aprobación de la fusión sin su voto que incluyen, la anulación del acuerdo de fusión por contravenir lo estipulado en el pacto de accionistas y reclamación de daños. Como parte de la fundamentación jurídica, alegan conflicto de interés de la familia Machado, que tiene un consejero dominical designado en Oceanship, añadiendo además que la operación carece de justificación económica para Estrella del Mar y es una excusa de la familia Machado para tomar el control de OceanShip y diluirlos.

Le piden que valore la cuestión y su posible impacto en el proceso. Entre otras, su cliente está interesado en conocer los visos de prosperar que tiene la acción y, si a su juicio, dicha acción podría afectar a la validez de la fusión, distinguiendo si esta ya se ha inscrito o no, de ser procedente.

El acuerdo suscrito entre la familia Machado y la familia Azcona, en virtud del cual cualquier modificación estructural de la sociedad requerirá el voto positivo de la familia Azcona, constituye un auténtico pacto parasocial. La doctrina ha definido los pactos parasociales como acuerdos efectuados entre algunos o todos los socios de una sociedad anónima o limitada con el propósito de complementar, precisar o alterar, en sus relaciones internas, las normas legales y estatutarias que la regulan.

Concretamente, el acuerdo suscrito entre la familia Machado y la familia Azcona podría integrarse dentro de lo que la doctrina ha denominado como “pactos de organización”. Los pactos de organización comprenden aquellos acuerdos que son probablemente los más

significativos y, al mismo tiempo, los más controvertidos desde el punto de vista jurídico. Se les denomina de esta manera porque reflejan la intención de los socios de regular la estructura, el funcionamiento y, en última instancia, el sistema de toma de decisiones dentro de la sociedad.

Según lo que me indican, el acuerdo suscrito entre ambas familias en el año 1987 es válido, ya que no ha sido modificado y, por lo tanto, permanece en vigor. En este sentido, debo advertirles que los pactos parasociales, siempre que sean válidos, son vinculantes para las partes firmantes. Esto se deriva de lo estipulado en el artículo 1091 del Código Civil, en virtud del cual, *“las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes, y deben cumplirse a tenor de los mismos”*.

En este punto, la pregunta que debemos plantearnos es la siguiente, ¿son oponibles los pactos parasociales a la sociedad? El Tribunal Supremo, en su sentencia de 7 de abril de 2022, núm. 300/2022 ratifica su doctrina respecto a la validez y eficacia de los pactos parasociales entre las partes que suscribieron los mismos indicando que dichos pactos no pueden ser opuestos ni exigidos a terceros ajenos a los mismos, incluida la propia sociedad.

El caso que nos ocupa podría generar dudas sobre la oponibilidad del pacto parasocial a la sociedad, dado que ha sido firmado por todos sus socios. No obstante, el Tribunal Supremo, en la sentencia mencionada, aclara que la regla de la inoponibilidad también se aplica a los pactos omnilaterales, es decir, aquellos suscritos por todos los socios. Sin embargo, la posición de la doctrina no es unánime, incluso la postura del Tribunal Supremo ha ido variando con el paso de los años. Es por ello que una posible reclamación de la familia Azcona, sin estar inscrita la fusión, podría prosperar basándose en la expectativa de cumplimiento del pacto parasocial o en el deber de fidelidad de los socios. Cuestión distinta sería si la fusión estuviese inscrita, la inscripción confiere a la fusión una presunción de validez y eficacia frente a terceros.

Un remedio mucho menos problemático del que dispone la familia Azcona, sería la acción de indemnización por daños y perjuicios. La parte que incumpla el pacto está obligada a indemnizar los daños y perjuicios causados a la otra parte, siempre que dicho incumplimiento pueda serle atribuido subjetivamente, conforme a lo dispuesto en los artículos 1.101 y siguientes del Código Civil. No obstante, desde un punto de vista práctico, la eficacia de este

mecanismo enfrenta el serio desafío de demostrar y cuantificar el daño causado por la violación de un pacto parasocial.

Parte 3. La fusión ya se ha implementado y ha sido como un éxito en el mercado. La combinación entre Estrella del Mar y OceanShip va como un tiro y su Consejo está explorando ofrecer propuestas de retribución a las accionistas atractivas que logren la atención de grandes inversores institucionales. Sobre este particular, algunos de los bancos que asesoran a la sociedad recurrentemente le sugieren que instaure un esquema de *scrip dividend* que combine, a elección del accionista, la posibilidad de recibir un dividendo en metálico o acciones por un valor equivalente. En este contexto, le piden ayuda para que por favor les guíe en la implementación de un programa de este tipo y le asesore en la forma en que podría hacerse.

Le preguntan asimismo si existe alguna limitación respecto de la "fórmula" que debe operar por defecto (i.e., si un accionista no se pronuncia sobre qué opción elige en el plazo estipulado, que debe entregársele ¿un dividendo en metálico o acciones?). A este respecto, le recuerdan que la familia Azcona continúa muy beligerante y ya ha expresado en una dura carta dirigida a la oficina del accionista su oposición plena al nuevo esquema retributivo expresando que "el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad".

El artículo 93 de la Ley de Sociedades de Capital reconoce que uno de los derechos de los socios es el de participar en la distribución de las ganancias sociales. El régimen jurídico español ha articulado diversos métodos por medio de los cuales satisfacer este derecho de los socios. La elección entre uno u otro método dependerá de los intereses de la sociedad. En el asunto que me han planteado, considero que la implementación de un sistema de *scrip-dividend* es una decisión muy acertada, ya que permite retener capital y atraer inversiones institucionales.

Tal como me habéis indicado, **el scrip dividend se presenta como un método de retribución para los socios, mediante el cual se permite al accionista elegir entre recibir su dividendo en efectivo o en forma de nuevas acciones de la sociedad.** Esta práctica está muy extendida en el extranjero, conociéndose como *paiement du dividende en actions* en

Francia, *stock dividends* en Estados Unidos, *wahldividende* en Alemania o *dividendi in azioni* en Italia. Los scrip dividends constituyen una fórmula retributiva muy interesante para los intereses sociales, pues, como hemos adelantado anteriormente, favorecen la retención del capital social debido a que la sociedad puede conservar el efectivo que, de otra forma, se destinaría al pago de dividendos. Además, también permite atraer las inversiones institucionales a menudo buscan oportunidades de inversión que ofrezcan crecimiento a largo plazo y estabilidad financiera. Un sistema de scrip dividend puede ser atractivo para estos inversores, ya que indica que la empresa está interesada en reinvertir en su propio crecimiento y fortalecer su balance. Además, al aumentar el número de acciones en circulación, la empresa puede mejorar su liquidez en el mercado, lo que también es un factor atractivo para los inversores institucionales que manejan grandes volúmenes de capital.

En el ordenamiento jurídico español, las operaciones de scrip dividend no se encuentran reguladas de manera específica. Esto ha llevado a las sociedades españolas a implantar construcciones jurídicas propias para poder instaurar esta fórmula retributiva, recurriendo para ello a otro tipo de operaciones societarias que permitan a los accionistas elegir entre recibir sus dividendos en acciones o en efectivo. La fórmula de articular un scrip dividend en España se realiza coordinado, por un lado, un aumento de capital con cargo a reservas y, por otro lado, una distribución de dividendos genérica en efectivo.

La operación societaria por excelencia utilizada para articular la forma retributiva del scrip dividend ha sido el aumento de capital con cargo a reservas. Esto se debe a que, los derechos de asignación gratuita propios del aumento de capital con cargo a reservas desempeñan un papel fundamental, debido a que se convierten en el medio a través del cual los accionistas pueden seleccionar la opción que mejor se adapte a sus necesidades. Generalmente, en un aumento de capital con cargo a reservas, se permite a los accionistas optar por suscribir nuevas acciones mediante el ejercicio de sus derechos de asignación gratuita, lo cual equivale a recibir sus dividendos en acciones. Alternativamente, los accionistas pueden optar por vender estos derechos de asignación gratuita en el mercado secundario. Además de estas dos opciones, que generalmente están presentes en una ampliación de capital con cargo a reservas, se añade una tercera opción específica en el marco de las operaciones de scrip dividend. Esta especialidad consiste en un compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad para adquirir los derechos de asignación

gratuita a un precio garantizado, lo cual se equipara a la forma tradicional de recibir el dividendo en efectivo.

Es importante destacar que existe una diferencia clave entre el pago en efectivo de un dividendo tradicional y la venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad a un precio en efectivo previamente garantizado. Esta diferencia radica en la dilución.

Los aspectos principales a tener en cuenta a la hora de articular societariamente el scrip dividend son: el acuerdo de la junta general de accionistas, el cálculo del precio de referencia, la determinación del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva y el cálculo del precio del compromiso de compra asumido por la sociedad.

Una vez sabemos en qué aspectos debemos profundizar, vamos a pasar a analizar cada uno de ellos de manera individualizada para, posteriormente, proponer una estimación razonable de calendario.

Es esencial que la operación sea aprobada por la junta general de accionistas. Este acuerdo debe contemplar las particularidades de las operaciones de scrip dividend, asegurando que se respeten las características propias de cada componente de la operación. Por un lado, con respecto al acuerdo de aplicación del resultado, debemos tener en cuenta que el importe aplicado sería el importe que la sociedad destina a la adquisición de los derechos de asignación gratuita de aquellos accionistas que opten por esta modalidad de retribución. Por otro lado, por lo que se refiere al aumento de capital social con cargo a reservas, únicamente destacar que este fijará los principales criterios que regirán las condiciones bajo las cuales se desarrollará este tipo de aumento de capital.

Uno de los elementos cruciales es el cálculo del precio de referencia. Este precio es determinante para establecer tanto el número de derechos de asignación gratuita necesarios para obtener una nueva acción como el precio al que la sociedad comprará estos derechos en virtud del compromiso de compra. En España, aunque no existe una regulación específica, las empresas cotizadas suelen calcular este precio como la media aritmética de los precios medios ponderados de la acción en las bolsas de valores durante las cinco sesiones bursátiles previas al acuerdo del consejo de administración para llevar a cabo el aumento de capital. Este cálculo se redondea a la milésima de euro más cercana, y en caso de que el resultado sea exactamente la mitad de una milésima, se redondea hacia arriba.

Otro aspecto relevante es la determinación del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una nueva acción. Este número se calcula automáticamente en función de la proporción entre las nuevas acciones a emitir y las acciones ya existentes.

Finalmente, el cálculo del precio del compromiso de compra que asume la sociedad es otro elemento esencial. Este precio se establece en la junta general y se incluye en los acuerdos que aprueban los aumentos de capital necesarios para la ejecución de la operación de scrip dividend. El precio de compra de cada derecho de asignación gratuita se determina dividiendo el precio de referencia entre el número de derechos necesarios para recibir una nueva acción más uno, redondeando a la milésima de euro más cercana.

<u>FECHA</u>	<u>EVENTO PRINCIPAL</u>	<u>RESUMEN</u>
15/01/2025	Comunicación del número de derechos y precio de compra.	La Sociedad comunicará el número de derechos necesarios para recibir una acción y el precio definitivo del compromiso de compra de derechos.
16/01/2025	Fecha de referencia para asignación de derechos.	Es importante para determinar qué accionistas tienen derecho a participar en el programa.
17/01/2025	Comienzo del período de negociación de derechos.	Los accionistas pueden empezar a negociar sus derechos en el mercado.
26/01/2025	Fin del plazo para solicitar retribución en efectivo.	Los accionistas deben decidir si quieren efectivo o acciones antes de esta fecha.

31/01/2025	Fin del período de negociación de derechos.	Termina el período de negociación de derechos y la Sociedad adquiere los derechos de asignación gratuita.
5/02/2025	Pago de efectivo a accionistas.	Se realiza el pago en efectivo a los accionistas que lo solicitaron.
9/02/2025	Inicio de contratación de nuevas acciones.	Los accionistas que solicitaron acciones reciben sus nuevas acciones.

Con respecto a vuestra pregunta relacionada con la existencia de limitaciones a la hora de aplicar la fórmula que debe aplicar por defecto a la hora de implementar un sistema de scrip dividend, debo decir que como hemos expuesto anteriormente, el scrip dividend no se encuentra específicamente regulado en el régimen jurídico español. No obstante, hemos aprovechado para desarrollar los puntos más importantes que se llevan a cabo en la práctica societaria en relación con esta operación. En ausencia de una regulación específica, estas prácticas han sido adoptadas para asegurar la transparencia y equidad en la ejecución de scrip dividends. En relación con la pregunta que planteáis sobre qué ocurre si un accionista no se pronuncia sobre qué opción prefiere en un plazo determinado, os debo decir que en la práctica de las sociedades españolas, y ante la falta de una regulación legal específica, la opción por la cual el accionista suscribe nuevas acciones de la sociedad se considera la "opción por defecto" en las operaciones de scrip dividends. Así, en ausencia de una comunicación explícita por parte del accionista indicando su preferencia, o si no manifiesta de manera expresa su deseo de recibir el dividendo en efectivo, se aplicará automáticamente esta opción predeterminada, resultando en la suscripción de acciones de nueva emisión por parte del accionista.

Esta operativa se alinea con las características inherentes a los derechos de asignación gratuita en los aumentos de capital con cargo a reservas "puros". En tales casos, la asignación de acciones por parte de la sociedad ocurre de manera automática, sin que el accionista deba

realizar ningún acto o declaración de voluntad expresa para suscribir los nuevos títulos que le correspondan.

Finalmente, me informáis que la familia Azcona mantiene una postura muy combativa y ha manifestado su total oposición al nuevo esquema retributivo mediante una contundente carta dirigida a la oficina del accionista. En dicha carta, expresan que "el derecho a recibir el dividendo en efectivo es fundamental en el contrato de sociedad". Sin embargo, el apartado 1 del artículo 276 de la Ley de Sociedades de Capital otorga a la junta general de accionistas la facultad de determinar, en el acuerdo de distribución de dividendos, la modalidad de pago de los mismos. Este artículo no especifica un listado de formas en que puede realizarse el pago del dividendo, ni establece una modalidad subsidiaria en caso de que la junta no lo determine. A priori, esto podría interpretarse como una atribución de competencias por ley a la junta general de accionistas para decidir libremente la forma de pago del dividendo. Por lo tanto, si la Junta lo aprueba, no existiría impedimento alguno para establecer el scrip dividend como el sistema retributivo propio de la sociedad.