

FACULTAD DE DERECHO



**COMILLAS**  
**UNIVERSIDAD PONTIFICIA**

ICAI

ICADE

CIHS

# TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

Autor: Laura Sanmateo Garth

Máster Universitario en Acceso a la Abogacía y a la Procura

Especialidad en Derecho de la Empresa

Tutor: Bruno Martín Baumeister

Madrid

Diciembre 2024

Laura Sanmateo Garth

Laura Sanmateo Abogados S.L.P.

Alberto Aguilera, 23

28015 Madrid

Tel.: +34 91 572 09 800

[www.laurasanmateoabogados.es](http://www.laurasanmateoabogados.es)

A la atención de D. Juan Martínez Fernández

## **ATLAS CAPITAL**

P.º de la Castellana, 27, Planta 10, 28046 Madrid

En Madrid, a 18 de diciembre de 2024

Estimado D. Juan Martínez Fernández

Díctamen Jurídico

Como continuación a las conversaciones mantenidas con ustedes en fechas recientes, tenemos el gusto de remitirles nuestra propuesta de servicios profesionales para ATLAS CAPITAL en relación con el servicio de referencia.

Les rogamos se pongan en contacto con nosotros para comentar cualquier duda o comentario que les surja en relación con la propuesta adjunta. Una vez aprobada por ustedes, les agradeceremos nos devuelvan una copia de la misma firmada para nuestros archivos.

Un cordial saludo,

**LAURA SANMATEO ABOGADOS**

Laura Sanmateo

Socia

Laura Sanmateo Abogados se refiere a Laura Sanmateo Abogados, S.L.P. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 31.289, folio 190, sección 7ª, hoja M-117799, inscripción 145, NIF B-80731899. Domicilio Social: Alberto Aguilera 23, 28015, Madrid. Firma inscrita en el Registro Especial de Despachos Multiprofesionales en el Ilmo. Colegio de Abogados de Madrid.

## DICTAMEN JURÍDICO

**Doña Laura Sanmateo Garth**, abogada en ejercicio, con n.º de colegiado 140150, del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid, y despacho en Calle Alberto Aguilera 23, he recibido el encargo por parte de **Atlas Capital, S.L.**, de realizar un dictamen jurídico sobre la posible adquisición de la compañía Estrella Gestión de Puertos, S.L.U, y en cumplimiento de dicho encargo paso a realizar el siguiente informe.

### OBJETO DEL DICTAMEN

El objeto de este dictamen sería dar respuesta y apoyo jurídico a las siguientes cuestiones:

1. Evaluar las potenciales consecuencias adversas del expediente abierto por la CNMC y cómo proteger contractualmente al cliente en el contrato de compraventa, si es posible, así como cualquier otro mitigante que pueda adoptarse. Proporcionar una recomendación.
2. Elaborar 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.
3. Estimación razonable de calendario, así como resaltar cualquier cautela que deba tener en cuenta, incluyendo a efectos de solicitar las debidas coberturas bajo el contrato de compraventa.
4. Conocer el alcance y consecuencias del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros SA en reclamación de 36.000€, así como profesionales que deberían intervenir y valoración de honorarios de los mismos.
5. Consulta sobre la posibilidad de solicitar un compromiso de no competencia de 5 años de duración y aplicable a toda la región del mediterráneo, así como qué debe tener en

cuenta, considerando que muy posiblemente la operación tenga que ser notificada a la CNMC para obtener autorización previa.

### **ANTECEDENTES DE HECHO**

Tanto de la información facilitada por el solicitante, como de la documentación aportada, podemos concluir que los antecedentes de hecho que permiten realizar este informe son los siguientes:

1. La sociedad Estrella del Mar, S.A. ("Estrella del Mar"), con domicilio en Bilbao, es la sociedad matriz de un grupo empresarial español 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. 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.
2. El consejo ha tomado la decisión de desinvertir su negocio de gestión portuaria, considerado no estratégico debido al crecimiento de la actividad de transporte de mercancías de Estrella del Mar
3. 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 ha propuesto explorar la adquisición de Estrella Gestión de Puertos. La operación tiene como finalidad la fusión entre Andalusia Harbors y la división de gestión de puertos de Estrella de Mar. Tras las primeras reuniones, los siguientes son los principales puntos sobre la mesa:

- a. 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.
  
- b. La estructura societaria del grupo Estrella del Mar es la siguiente:
  - i. 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.
  
  - ii. 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.
  
  - iii. 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.,

- iv. Estrella Mercancías, S.L.U., está participada a su vez directamente y al 100% por Estrella del Mar.
4. Existe además 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 de Mar, en el puerto de Bilbao

### **NORMATIVA APLICABLE**

El apoyo normativo para dar respuesta a las cuestiones planteadas lo encontramos en:

1. Arancel de Derechos de los Procuradores de los Tribunales
2. Directiva (UE) 2019/1937 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de octubre de 2019 relativa a la protección de las personas que informen sobre infracciones del Derecho de la Unión.
3. Directiva 2014/104/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014 relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la competencia de los Estados miembros y de la Unión Europea.
4. Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.
5. Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.
6. Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.
7. Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014.

8. Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014.
9. Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores.
10. 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.
11. Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

## FUNDAMENTOS JURÍDICOS

1. ***Evaluar las potenciales consecuencias adversas del expediente abierto por la CNMC y cómo proteger contractualmente al cliente en el contrato de compraventa, si es posible, así como cualquier otro mitigante que pueda adoptarse.***

### 1.1. Sobre el expediente abierto de la CNMC

En lo que concierne al expediente abierto en diciembre de 2023 por la CNMC, el hecho que el jefe de división de Estrella de Mar se haya reunido con sus homólogos en otras compañías para repartirse en qué subastas concurrir se podría subsumir en el supuesto de conductas colusorias previsto por el artículo 1.c)<sup>1</sup> de la Ley de Defensa de la Competencia (en adelante, “LDC”). En

---

<sup>1</sup> “Se prohíbe todo acuerdo, decisión o recomendación colectiva, o práctica concertada o conscientemente paralela, que tenga por objeto, produzca o pueda producir el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia en todo o parte del mercado nacional y, en particular, los que consistan en:... c) El reparto del mercado o de las fuentes de aprovisionamiento”.

paralelo, la conducta también implicaría una infracción del artículo 101.1<sup>2</sup> del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (“TFUE” en lo sucesivo). Y, dado que, conforme al artículo 62.4 a) LDC la conducta se calificaría como una infracción muy grave, se pueden prever las siguientes sanciones:

- Multa 10% del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de la imposición de la multa (63.1 c) o de manera subsidiaria si no se pudiese determinar el volumen de negocios multa de diez millones (10.000.000) de euros, de conformidad al artículo 63.3 c).
- Además, se podrá imponer una multa a los directivos que hayan intervenido en la conducta prohibida, en este caso colusoria, de hasta sesenta mil (60.000) euros de acuerdo con el artículo 63.2.
- Se prevé que la empresa sea responsable por daños y perjuicios (artículo 71.1) y además, lo sea de forma solidaria (73.1).
- Restricciones operativas (53): la CNMC puede imponer una orden de cesación de la conducta prohibida, una serie de obligaciones estructurales o de conducta y una orden de remoción de los efectos producidos en el mercado.
- Además, la Ley de Contratación del Sector Público prevé la prohibición de contratación con empresas del sector público (art 71.1 b)<sup>3</sup>.
- Publicidad de la sanción (art 69 LCD), con los consiguientes daños reputacionales.
- Medidas cautelares previstas por el artículo 54 LCD.

---

<sup>2</sup> “Serán incompatibles con el mercado interior y quedarán prohibidos todos los acuerdos entre empresas, las decisiones de asociaciones de empresas y las prácticas concertadas que puedan afectar al comercio entre los Estados miembros y que tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado interior y, en particular; los que consistan en: a) fijar directa o indirectamente los precios de compra o de venta u otras condiciones de transacción; b) limitar o controlar la producción, el mercado, el desarrollo técnico o las inversiones; c) repartirse los mercados o las fuentes de abastecimiento; d) aplicar a terceros contratantes condiciones desiguales para prestaciones equivalentes, que ocasionen a éstos una desventaja competitiva; e) subordinar la celebración de contratos a la aceptación, por los otros contratantes, de prestaciones suplementarias que, por su naturaleza o según los usos mercantiles, no guarden relación alguna con el objeto de dichos contratos.”

<sup>3</sup> No podrán contratar con las entidades previstas en el artículo 3 de la presente Ley con los efectos establecidos en el artículo 73, las personas en quienes concurra alguna de las siguientes circunstancias... b) Haber sido sancionadas con carácter firme por infracción grave en materia profesional que ponga en entredicho su integridad, de disciplina de mercado, de falseamiento de la competencia. Por lo que Estrella de Mar no podría volver a participar en concesiones, lo que podría enervar el propio propósito de la adquisición de la empresa.



- Se puede prever además que terceros perjudicados reclamen daños en virtud de la Directiva 2014/104 relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la competencia de los Estados miembros y de la Unión Europea, la cual prevé que, en aras a que se apliquen los artículos 101 y 102 TFUE relativos a competencia, los Estados Miembro designen autoridades competentes que velen por su aplicación, haciendo especial hincapié en su vertiente entre particulares, es decir, su aplicación privada. Esto es, esta Directiva prevé que terceros (haciendo referencia a los consumidores u otras empresas del sector y las autoridades competentes) que se han visto perjudicados por la actuación colusoria perpetrada por Estrella de Mar y cuatro otras compañías, puedan reclamar ante los Tribunales españoles el resarcimiento por los daños y perjuicios sufridos a raíz de dicha infracción, un derecho que se deriva del derecho a la tutela judicial efectiva. La Directiva regula el procedimiento de reclamación de daños y perjuicios.

Conforme a la disposición adicional cuarta de la LDC, dado que la conducta a reprimir ha ido directamente en contra de la normativa europea tal y como se ha expuesto *supra*, cabe la posibilidad de que Estrella de Mar se acoja al programa de clemencia definido por la misma disposición, por el cual un participante en un cártel secreto coopera con la investigación de la autoridad competente, facilitando información, a cambio de la exención o reducción del pago de la multa que debería recibir.

Además, la persona jurídica que se acoge a este programa de clemencia se vería protegida por la Directiva UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de octubre de 2019 relativa a la protección de las personas que informen sobre infracciones del Derecho de la Unión. Por ello, recomendamos que se negocie con Estrella de Mar su entrega a las autoridades competentes y su colaboración para tratar de mitigar al máximo el vasto abanico de posibles sanciones que lleva aparejada su infracción.

Por lo que, si lo que se busca es mitigar la sanción de la CNMC, debemos acudir también a nivel nacional, a los artículos 65 y 66 de la Ley de Defensa de la Competencia (en adelante “LDC”), que buscan incentivar a las empresas y personas físicas involucradas en cárteles a colaborar con

la CNMC proporcionando pruebas. El artículo 65 ofrece una exención total de las multas y prohibiciones a quienes colaboren primero, mientras que el artículo 66 permite una reducción proporcional de las sanciones a quienes, aunque no sean los primeros, aporten pruebas valiosas para la investigación.

El artículo 65 de la LDC regula las circunstancias bajo las cuales una empresa o persona física puede quedar exenta del pago de una multa por su participación en un cártel, siempre que cumpla ciertos requisitos. Si una empresa o persona es la primera en aportar pruebas que permitan a la CNMC realizar una inspección sobre un cártel o que permitan a la CNMC comprobar la infracción de las normas de competencia relacionadas con cárteles, siempre que no existan suficientes pruebas previas para confirmar dicha infracción.

Los requisitos para acogerse a esta exención total del artículo 65 son los siguientes:

- Cooperar plenamente durante todo el proceso administrativo de investigación.
- Poner fin a su participación en el cártel, a menos que la CNMC requiera que continúe para garantizar el éxito de la investigación.
- No destruir pruebas ni revelar la intención de presentar la solicitud de exención.
- No haber forzado a otras empresas a participar en el cártel.

Además, apuntar que la exención también puede beneficiar a los representantes legales o directivos de la empresa si han colaborado con la CNMC, y, también se puede conceder la exención de la prohibición de contratar con el sector público, una posible sanción que hemos expuesto antes y que además resultaría altamente beneficioso para el presente caso.

Si una empresa o persona desea solicitar la exención, puede pedir un "indicador" que reserve su posición temporalmente para aportar las pruebas necesarias.

Por otro lado, de forma subsidiaria para el caso en el que no se pueda acoger el cliente al anterior supuesto de exención total, el artículo 66 LDC establece los casos en que una empresa o persona física puede obtener cuanto menos una reducción en la multa. Cuando la empresa o persona física aporta pruebas que tengan un valor añadido significativo respecto a las pruebas que ya tiene la CNMC y que cumplan con ciertos requisitos similares a los del artículo 65 (cooperación,

cese de la infracción, y no destrucción de pruebas), la misma se podrá acoger a esta exención parcial.

El artículo establece los siguientes porcentajes de reducción:

- La primera en aportar pruebas relevantes puede obtener una reducción de entre el 30% y el 50%.
- La segunda en aportar pruebas puede recibir una reducción entre el 20% y el 30%.
- Las siguientes pueden recibir una reducción de hasta el 20%.

Al igual que en el artículo 65, la reducción también aplica a los directivos o representantes legales de la empresa, siempre que colaboren con la CNMC. Y, para nuestro interés, esta reducción también puede incluir la exclusión de la prohibición de contratación prevista por el artículo 71 de la Ley de Contratos del Sector Público.

De manera subsidiaria, cabría la posibilidad de además, que Estrella de Mar se acoja al artículo 52 LDC<sup>4</sup>, por el cual, cabría que la CNMC finalice la investigación si el infractor se compromete a poner fin a la conducta ilegal, así como a remediar los efectos que la misma ha tenido.

En todo caso, el plazo legal del que dispone la CNMC para resolver el expediente sancionador es de 24 meses.

Muy ligado a lo anteriormente expuesto cabría poner sobre la mesa también introducir a nivel corporativo un Programa de Compliance ex post para que la CNMC valore positivamente la conducta de la empresa, y a su vez, mejorar la imagen de la compañía para mitigar daños reputacionales.

---

**<sup>4</sup>Artículo 52. Terminación convencional.**

1. El Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia, a propuesta de la Dirección de Investigación, podrá resolver la terminación del procedimiento sancionador en materia de acuerdos y prácticas prohibidas cuando los presuntos infractores propongan compromisos que resuelvan los efectos sobre la competencia derivados de las conductas objeto del expediente y quede garantizado suficientemente el interés público.

2. Los compromisos serán vinculantes y surtirán plenos efectos una vez incorporados a la resolución que ponga fin al procedimiento.

3. La terminación del procedimiento en los términos establecidos en este artículo no podrá acordarse una vez elevado el informe propuesta previsto en el artículo 50.4.

Asimismo, otras opciones que no cabría descartar, serían quitar el puerto de Santander del objeto de la compraventa para evitar adquirir los daños reputacionales que la misma lleva aparejada, y luego también existe lógicamente la posibilidad de que la CNMC no sancione a la empresa y por tanto, se procedería al cierre de la operación con el precio pactado inicialmente.

## 2.2 Sobre la protección contractual

Aunque las consecuencias de un expediente sancionador de la CNMC podrían ser graves y afectar significativamente la operación de adquisición, es posible mitigar estas contingencias mediante cláusulas contractuales que reduzcan el riesgo para el comprador.

Dada la incertidumbre sobre el expediente y los efectos adversos que podría generar, sería oportuno incluir en el contrato de compraventa una obligación condicional, conforme al artículo 1.114 del Código Civil (CC). Estas condiciones pueden ser suspensivas, postergando la consumación de la operación hasta que la CNMC resuelva su procedimiento sancionador. En este caso, el contrato no surtiría efectos legales hasta que se cumpla dicha condición, generándose un intervalo entre la firma del contrato (*signing*) y el cierre de la operación (*closing*).

Dependiendo de la resolución de la CNMC, se plantean diferentes escenarios: si se concluye que no hubo infracción alguna de las normas de competencia, el cierre de la operación se llevaría a cabo sin dilaciones. En cambio, si la CNMC determina la existencia de una infracción y dicta sanciones significativas que afecten la operación, se podría ajustar el precio de compraventa según criterios previamente establecidos en el contrato.

Esta contingencia, al tratarse principalmente de daños económicos o cuantificables, hace recomendable evitar la fijación de un precio en la fase inicial. En su lugar, el precio podría ajustarse tras la fecha de cierre mediante un mecanismo de cuentas de cierre (*completion accounts*). De esta forma, Estrella del Mar asumiría los riesgos de la operación hasta la fecha de cierre, momento en que dichos riesgos se transferirían al comprador. Así, las partes podrían establecer un precio inicial basado en los estados financieros que consideren como la caja, la deuda neta y el capital de trabajo, permitiendo al comprador revisar los datos tras el cierre y proponer ajustes si fuera necesario.

No obstante, este mecanismo podría generar discrepancias entre comprador y vendedor, retrasando la finalización de la compraventa. Para evitar esto, podría emplearse una cuenta *escrow*, donde una parte del precio se retendría bajo la custodia de un tercero (*escrow agent*), que suele ser generalmente un banco. Una vez que el comprador confirme la información proporcionada y el adecuado funcionamiento de la empresa adquirida, el vendedor recibiría el precio restante.

En caso de que una resolución condenatoria de la CNMC, que sin duda disuadiría de continuar con la operación, se podría incluir una obligación condicional resolutive o una cláusula de Cambio Adverso Material (MAC - por sus siglas en inglés- *Material Adverse Change*) que permita resolver el contrato si se materializa un evento adverso, como sería el caso de una sanción significativa de la CNMC. Esto facultaría al comprador a desistir del contrato si se confirma la infracción y las sanciones correspondientes.

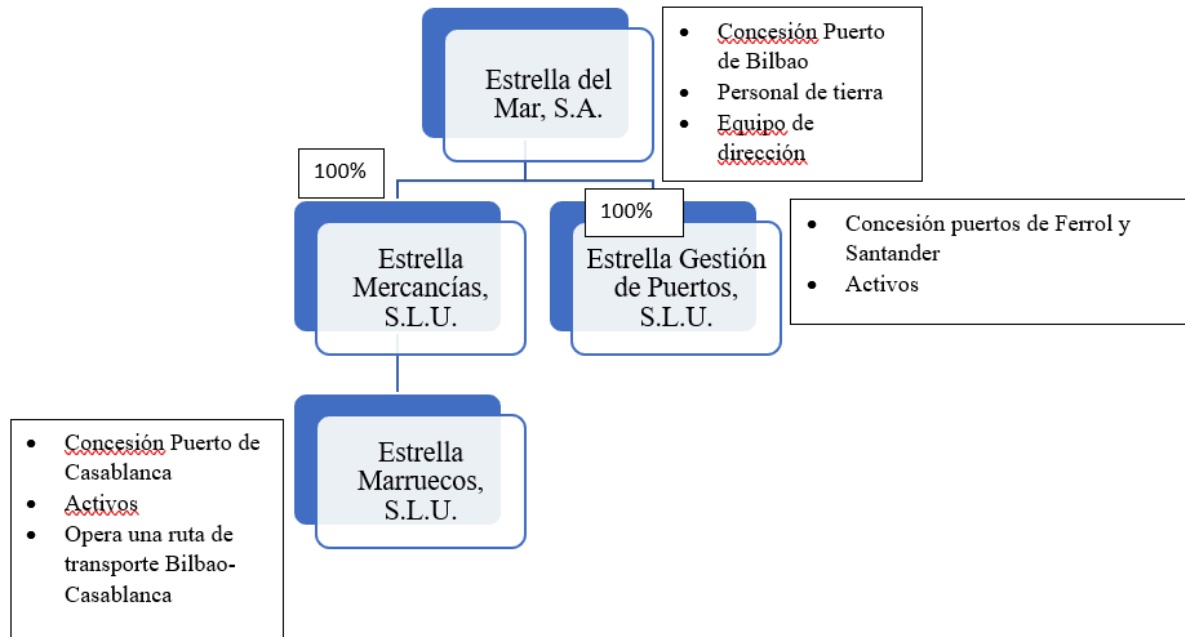
Como alternativa, se podría establecer una *specific indemnity*, mediante la cual Estrella del Mar, ya en primera instancia durante la fase de negociaciones, asumiría íntegramente las consecuencias adversas del expediente sancionador. Este mecanismo incluiría cubrir sanciones, indemnizaciones por daños y perjuicios, restituciones de beneficios indebidos y la compensación de daños reputacionales. Esta opción evitaría la necesidad de ajustar el precio tras la firma, minimizando potenciales disputas entre las partes.

- 2. Elaborar 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.***

Una de las primeras decisiones que se ha de tomar es la de optar por bien la compra de acciones o participaciones sociales de la sociedad objeto de la inversión (*Share Deal*); o bien por la compra de sus activos (*Asset Deal*). En este caso, de la información esgrimida por las conversaciones con el cliente, entendemos que se prefiere optar por la compra de los activos de la sociedad target, por lo que nos encontraríamos ante el escenario de una mezcla de ambos, al comprar las acciones de Estrella Gestión de Puertos y determinados activos de las otras sociedades del grupo.

Cabría mencionar antes de pasar a desarrollar la reorganización societaria en sí, que existe la posibilidad de supeditar el cierre de la operación de transmisión de empresa a la conclusión de la reestructuración societaria mediante una cláusula suspensiva a introducir en el contrato de compraventa.

Dicho esto, pasaremos a evaluar las posibilidades de reestructuración. El esquema de la organización societaria actual del grupo empresarial Estrella de Mar S.A., es el siguiente:



En este caso, cabría plantearse dos posibles escenarios: la reestructuración de los activos al objeto de excluir mediante segregación (*carve out*) determinados activos de la matriz y de otras sociedades del grupo, de forma que la sociedad principal a transmitir sea Estrella Gestión de Puertos, S.L.U. junto con otros activos: la concesión del puerto de Bilbao, el personal de tierra, el equipo de dirección y el contrato de arrendamiento de flota que tiene con Barcos Antón S.L. de Estrella de Mar S.A., así como la concesión del puerto de Casablanca de Estrella Marruecos S.L.U (opción A); o bien optar por una aportación de rama de actividad (opción B), para evitar una participación cruzada.

Cabe destacar que la reestructuración de la sociedad en todo caso se produciría después de la fecha de firma, pero debe haberse realizado antes de la fecha de cierre y consiguiente efectividad de la compraventa, de ahí que se suelen configurar condiciones suspensivas que supediten el cierre de la operación de compraventa a la efectiva reestructuración empresarial.

Opción A) Segregación

La primera opción sobre la mesa sería optar por un *carve out*, o, en otras palabras, proceder con una segregación de la sociedad Estrella Gestión de Puertos de la matriz, Estrella de Mar, con el objetivo de comprar únicamente la primera junto con los activos segregados mencionados *supra*, sorteando así además una posible venta intragrupo

Las características principales de la segregación son las siguientes:

- La sociedad segregada no se extingue ni se reduce su capital. Lo que ocurre es una modificación en su patrimonio, ya que transfiere una parte del mismo y, a cambio, recibe acciones, participaciones o cuotas de la sociedad o sociedades beneficiarias, cuyo valor es equivalente al patrimonio transmitido.
- Se transfiere en bloque, mediante sucesión universal, una o varias partes del patrimonio de la sociedad segregada.
- La parte segregada constituye una unidad económica, susceptible de ser objeto de compraventa.
- A diferencia de la escisión total o parcial, en la que los socios reciben las participaciones, en la segregación es la propia sociedad segregada la que recibe las acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias.

Para extraer la sociedad target (Estrella Gestión de Puertos) de la sociedad a la que pertenece (Estrella de Mar), 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 (en adelante “RDL 5/2023”) regula en los artículos 58 a 71 el procedimiento de cómo se articularía la operación. El mismo se resume en la siguiente figura (como aún no tenemos fechas certeras, indicaremos la fecha como “x”):



Fase	Nº	Paso	Fecha
1. Preparatoria	1.	Elaboración de un proyecto común de segregación.	x -1
	2.	Informe de expertos independientes sobre el proyecto de segregación.*	
	3.	Balance de segregación.*	
2. Aprobación	4.	Aprobación del proyecto común de segregación por el órgano de administración de las sociedades involucradas.	x
	5.	Notificación a los trabajadores de las sociedades involucradas.	En cualquier momento en o después de x
	6.	Publicación del anuncio de la segregación.	x +1
	7.	Fin del periodo de derecho de oposición.	x +31
3. Ejecución	8.	Elevación del acuerdo de segregación a escritura pública ante Notario.	x +31 en adelante
	9.	Inscripción de la absorción en el Registro Mercantil.	x +31 en adelante

*\*Si bien, este caso podría beneficiarse de la simplificación de requisitos del artículo 71 RDL 5/2023, que establece que: si las acciones, participaciones o cuotas de cada una de las nuevas sociedades se atribuyen a los socios de la sociedad que se escinde proporcionalmente a los*

*derechos que tenían en el capital de ésta, no serán necesarios el informe de los administradores sobre el proyecto de escisión ni el informe de expertos independientes, así como tampoco el balance de escisión.*

La operación de segregación podría además acogerse al régimen de neutralidad fiscal del Impuesto sobre Sociedades del artículo 77<sup>5</sup> de la Ley del Impuesto de Sociedades, en adelante “LIS”, si cumple los requisitos que el mismo artículo establece remitiéndose al artículo 76.2.1<sup>o</sup> <sup>6</sup> del mismo texto legal.

Cabe hacer especial mención a la posibilidad de que haya que tener en cuenta leyes extracomunitarias, en concreto la ley marroquí al tener presencia Estrella Marruecos S.LU. en territorio extracomunitario (Marruecos), como puede ser las leyes de contratación del sector público marroquíes al estar lidiando con concesiones portuarias, así como leyes que inciden en materia laboral.

---

<sup>5</sup> **Artículo 77.1.** No se integrarán en la base imponible las siguientes rentas derivadas de las operaciones a que se refiere el artículo anterior.

<sup>6</sup> **Artículo 77. 2. 1.º** Tendrá la consideración de escisión la operación por la cual: a) Una entidad divide en dos o más partes la totalidad de su patrimonio social y los transmite en bloque a dos o más entidades ya existentes o nuevas, como consecuencia de su disolución sin liquidación, mediante la atribución a sus socios, con arreglo a una norma proporcional, de valores representativos del capital social de las entidades adquirentes de la aportación y, en su caso, de una compensación en dinero que no exceda del 10 por ciento del valor nominal o, a falta de valor nominal, de un valor equivalente al nominal de dichos valores deducido de su contabilidad.

b) Una entidad segrega una o varias partes de su patrimonio social que formen ramas de actividad y las transmite en bloque a una o varias entidades de nueva creación o ya existentes, manteniendo en su patrimonio al menos una rama de actividad en la entidad transmitente, o bien participaciones en el capital de otras entidades que le confieran la mayoría del capital social de estas, recibiendo a cambio valores representativos del capital social de la entidad adquirente, que deberán atribuirse a sus socios en proporción a sus respectivas participaciones, reduciendo el capital social y reservas en la cuantía necesaria, y, en su caso, una compensación en dinero en los términos de la letra anterior.

c) Una entidad segrega una parte de su patrimonio social, constituida por participaciones en el capital de otras entidades que confieran la mayoría del capital social en estas, y las transmite en bloque a una o varias entidades de nueva creación o ya existentes, manteniendo en su patrimonio, al menos, participaciones de similares características en el capital de otra u otras entidades o bien una rama de actividad, recibiendo a cambio valores representativos del capital social de estas últimas, que deberán atribuirse a sus socios en proporción a sus respectivas participaciones, reduciendo el capital social y las reservas en la cuantía necesaria y, en su caso, una compensación en dinero en los términos de la letra a) anterior.

Opción B) Aportación de rama de actividad

La segunda opción sería la de optar por una aportación de rama de actividad consistente en transmitir a Estrella Gestión de Puertos, S.L.U la concesión del puerto de Bilbao, el personal de tierra, el equipo de dirección y el contrato de arrendamiento de flota que tiene con Barcos Antón S.L. de Estrella de Mar S.A., así como la concesión del puerto de Casablanca de Estrella Marruecos S.L.U.

La aportación de rama de actividad es una operación por la que una entidad, sin llegar a disolverse, transfiere a otra entidad, ya sea de nueva creación o preexistente, la totalidad o una o varias ramas de actividad, recibiendo a cambio participaciones o acciones representativas del capital social de la entidad receptora. En este supuesto, tendríamos una sociedad preexistente, Estrella Gestión de Puertos, S.L.U, a la que se le aporta una serie de ramas de actividad de las otras sociedades que componen la estructura de Estrella de Mar S.A.

Por rama de actividad se entiende un conjunto de elementos patrimoniales que constituyen una unidad económica autónoma, capaz de llevar a cabo una explotación económica por sí misma. Además, las deudas generadas por la organización o el funcionamiento de los elementos transferidos pueden ser asumidas por la sociedad adquirente.

Las normas del derecho societario no ofrecen una definición precisa del término «rama de actividad». Su contenido específico debe deducirse, por analogía, del artículo 61<sup>7</sup> del RDL 5/2023, lo que nos acaba remitiendo por tanto, al mismo procedimiento de segregación de sociedades que hemos detallado *supra*.

A nivel comunitario, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha establecido una definición del concepto de «rama de actividad», indicando que debe tratarse de un conjunto de elementos de activo y pasivo vinculados a una rama de actividad, es decir, un conjunto capaz de operar de

---

<sup>7</sup> **Artículo 61. Segregación.**

Se entiende por segregación 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.

forma autónoma. Esto implica la transferencia de todos los activos y pasivos necesarios para dicha rama de actividad (TJUE 15-1-02, asunto C-43/00).

Asimismo, el Tribunal señala que la actividad debe ser autónoma desde el punto de vista funcional, de modo que los activos transferidos puedan operar como una entidad independiente sin requerir inversiones o aportaciones adicionales. Solo de manera subsidiaria se debe valorar la autonomía desde una perspectiva financiera.

El Tribunal Supremo también ha abordado el concepto de «rama de actividad», identificando los siguientes elementos necesarios para que una aportación se ajuste a las definiciones contenidas en la normativa del Impuesto sobre Sociedades (STS 29-10-09, EDJ 300049; 21-6-10, EDJ 140082):

- Que se trate de un conjunto de bienes, y en algunos casos, de personas.
- Que los bienes pertenezcan a la sociedad aportante.
- Que los elementos patrimoniales incluyan tanto activos como pasivos.
- Que todos los elementos formen una unidad económica coherente, autónoma e independiente de otras.
- Que dicha unidad pueda operar por sus propios medios.
- Que la rama de actividad exista al momento de la aportación, no siendo suficiente la mera suma de elementos con potencial para constituir una unidad económica en el futuro.
- Que la sociedad adquirente explote los elementos recibidos en una actividad empresarial.

En cuanto a este último punto, inicialmente se interpretó que la sociedad adquirente debía continuar con la misma actividad que la transmitente, integrándose ambas en el mismo sector. Sin embargo, esta interpretación cambió tras la sentencia del TJUE de 27 de noviembre de 2003 (asunto C-497/01). El Tribunal determinó que la normativa comunitaria del IVA busca facilitar las transmisiones empresariales evitando cargas fiscales excesivas para el beneficiario. Por ello, el concepto de transmisión incluye la cesión de un establecimiento o parte de una empresa con los elementos necesarios para operar de forma autónoma, excluyendo la mera venta de bienes como existencias. Además, no se exige que el beneficiario realice la misma actividad económica que el transmitente.

En consecuencia, tanto la jurisprudencia española como la doctrina administrativa han adoptado el criterio de que el beneficiario debe tener la intención de explotar la unidad económica transmitida, sin necesidad de que la actividad sea idéntica a la del cedente (DGT 30-3-04). En definitiva, para beneficiarse del régimen de no sujeción, las aportaciones deben constituir una unidad económica capaz de desarrollar una explotación autónoma en el adquirente. Sin embargo, este concepto fiscal exige que la actividad económica autónoma exista previamente en la sociedad transmitente, permitiendo identificar un conjunto patrimonial afecto a dicha actividad (DGT CV 14-4-08).

En cuanto a la fiscalidad de una aportación de rama de actividad, las aportaciones no dinerarias realizadas por empresarios o profesionales en el marco de su actividad están sujetas al IVA. Esto incluye las transmisiones de bienes y servicios dentro de la actividad empresarial o profesional, incluso si se realizan a favor de los propios socios o miembros de la entidad.

También se deben considerar otros impuestos como el Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados (en adelante “AJD”) y el el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales (en adelante, “ITP”), por los que tributarían las aportaciones no dinerarias especiales que se benefician de un régimen fiscal especial, similar al régimen de reorganizaciones empresariales en el Impuesto sobre Sociedades (“IS”). Para que se aplique este régimen, deben cumplirse ciertos requisitos fiscales. Los bienes aportados no pueden ser valorados por encima de su valor de mercado.

En el caso de ampliaciones de capital con aportaciones no dinerarias, se aplican las normativas combinadas del IS y el ITP, considerando que ciertas operaciones de reestructuración (como fusiones y escisiones) no están sujetas a la modalidad de IS y están exentas de ITP y AJD, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el artículo 87 de la LIS<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup>87.1. El régimen previsto en el presente capítulo se aplicará, a opción del contribuyente de este Impuesto, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, a las aportaciones no dinerarias en las que concurran los siguientes requisitos:

a) Que la entidad que recibe la aportación sea residente en territorio español o realice actividades en este por medio de un establecimiento permanente al que se afecten los bienes aportados.

b) Que una vez realizada la aportación, el contribuyente aportante de este Impuesto, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, participe en los fondos propios de la entidad que recibe la aportación en, al menos, el 5 por ciento.

En lo que concierne a la transmisión de trabajadores, para ambas opciones A y B, debemos acudir al artículo 44 del Estatuto de Trabajadores, que establece que el cambio de titularidad de una empresa, centro de trabajo o unidad productiva no extingue las relaciones laborales, subrogándose el nuevo empresario en los derechos y obligaciones del anterior.

Cedente y cesionario responden solidariamente por obligaciones laborales y deben mantener las condiciones del convenio colectivo vigente hasta su expiración o sustitución. Asimismo, ambos deben informar y consultar con los trabajadores o sus representantes sobre la transmisión y cualquier medida laboral derivada de esta, garantizando la negociación de buena fe.

Por último, en lo que respecta a la concesión portuaria, debemos acudir al artículo 98 de la LCSP, éste establece que para ambos casos, tanto de segregación como aportación de rama de actividad, *continuará el contrato con la entidad a la que se atribuya el contrato, que quedará subrogada en los derechos y obligaciones dimanantes del mismo, siempre que reúna las condiciones de capacidad, ausencia de prohibición de contratar, y la solvencia exigida al acordarse al adjudicación o que las diversas sociedades beneficiarias de las mencionadas operaciones y, en*

---

c) Que, en el caso de aportación de acciones o participaciones sociales por contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes sin establecimiento permanente en territorio español, se tendrán que cumplir además de los requisitos señalados en las letras a) y b), los siguientes:

1º Que a la entidad de cuyo capital social sean representativos no le sean de aplicación el régimen especial de agrupaciones de interés económico, españolas o europeas, y de uniones temporales de empresas, previstos en esta Ley, ni tenga como actividad principal la gestión de un patrimonio mobiliario o inmobiliario en los términos previstos en el art. 4.ocho.dos de la Ley 19/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre el Patrimonio.

2º Que representen una participación de, al menos, un 5 por ciento de los fondos propios de la entidad.

3º Que se posean de manera ininterrumpida por el aportante durante el año anterior a la fecha del documento público en que se formalice la aportación.

d) Que, en el caso de aportación de elementos patrimoniales distintos de los mencionados en la letra c) por contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes que sean residentes en Estados miembros de la Unión Europea, dichos elementos estén afectos a actividades económicas cuya contabilidad se lleve con arreglo a lo dispuesto en el Código de Comercio o legislación equivalente.

2. El régimen previsto en el presente capítulo se aplicará también a las aportaciones de ramas de actividad, efectuadas por los contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y del Impuesto sobre la Renta de no Residentes que sean residentes en Estados miembros de la Unión Europea, siempre que lleven su contabilidad de acuerdo con el Código de Comercio o legislación equivalente.

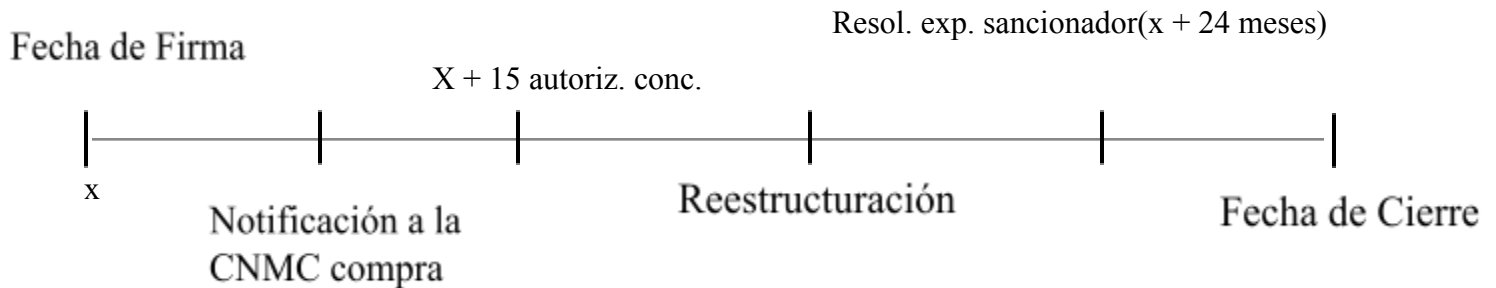
*caso de subsistir, la sociedad de la que provengan el patrimonio, empresas o ramas segregadas, se responsabilicen solidariamente con aquellas de la ejecución del contrato. Si no pudiese producirse la subrogación por no reunir la entidad a la que se atribuya el contrato las condiciones de solvencia necesarias se resolverá el contrato, considerándose a todos los efectos como un supuesto de resolución por culpa del adjudicatario. A los efectos anteriores la empresa deberá comunicar al órgano de contratación la circunstancia que se hubiere producido.*

**3. Estimación razonable de calendario, así como resaltar cualquier cautela que deba tener en cuenta, incluyendo a efectos de solicitar las debidas coberturas bajo el contrato de compraventa.**

Esta propuesta cubre la prestación de servicios desde 18 de diciembre de 2024 hasta 18 de diciembre de 2024.

Cumplido el término de la misma, se entenderá prorrogada por períodos anuales salvo aviso en contrario del Cliente o de Laura Sanmateo Abogados dirigido por escrito un mes antes del vencimiento del plazo inicial o de cualquiera de sus prórrogas. De mediar dicho aviso, la propuesta se entenderá terminada sin que de ello se deriven derechos ni obligaciones económicas subsiguientes para ninguna de las partes.

Cabe tener en cuenta además, que antes que nada, habrá que notificar a las autoridades de la compra, y únicamente cuando sea viable al cien por cien la compra porque ha sido autorizada, se procederá a la reestructuración societaria. Ofrecemos por tanto las siguiente línea temporal orientativa del procedimiento de compraventa:





**4. Conocer el alcance y consecuencias del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros SA en reclamación de 36.000€, así como profesionales que deberían intervenir y valoración de honorarios de los mismos.**

4.1. Sobre los profesionales que deben intervenir

En primer lugar, conforme al artículo 31 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, dado que se trata de un juicio no verbal en base a que la cuantía es mayor de 2.000 euros (en este caso siendo 36.000 mayor que 2.000), deberá intervenir un abogado habilitado en el proceso judicial, que asistirá y dirigirá a los litigantes, puesto que no pueden los Tribunales proveer ninguna solicitud que no esté firmada por un letrado.

Aparte de la intervención del abogado, será necesario que intervenga en el proceso judicial un procurador conforme al artículo 23 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, que deberá ser apoderado por sede electrónica, ante notario o comparecencia personal ante el Letrado de la Administración de Justicia.

El Estatuto General de los Procuradores de los Tribunales, define al procurador como *aquella persona que puede encargarse, mediante apoderamiento conferido adecuadamente, de representar los derechos e intereses de su poderdante ante los Tribunales de Justicia, siempre que reúna las condiciones que exige el propio Estatuto.*

Por su parte, La LOPJ en su artículo 543.1 establece que *corresponde exclusivamente a los procuradores la representación de las partes en todo tipo de procesos, salvo cuando la ley autorice otra cosa.* En paralelo, la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, en su exposición de motivos subraya el importante papel de los procuradores para aminorar los retrasos en la tramitación de procedimientos. Así por ejemplo, en el nuevo diseño que hizo de los actos de comunicación, permitiendo a los procuradores encargarse de ellos, dándoles con el tiempo, el carácter de “autoridad” y la “facultad de certificación” a la hora de realizarlos.

Por su parte, la Ley de Enjuiciamiento Civil del 2000 prevé que los procuradores, en su

condición de representantes de las partes y como profesionales con conocimientos técnicos sobre el proceso, reciban notificaciones y trasladen a la parte contraria escritos y documentos. Atribuye además, nuevas funciones en el proceso, entre las que destaca el servicio de recepción de comunicaciones organizado por los colegios profesionales y que se ubica en todos los edificios judiciales del orden civil.

#### 4.2. Propuesta de honorarios

En cuanto a los honorarios de nuestros servicios como letrados, se aplicarán lo siguientes ratios horarios en función de la categoría profesional:

- Gerente: 288€
- Asociado: 252€
- Junior: 126€

Previamente al inicio de cualquier consulta adicional, les informaremos de la estimación de honorarios a incurrir, para obtener la aprobación necesaria por parte de la Compañía.

En concepto de procuradores, según el artículo 1.1 del Arancel de Derechos de los Procuradores de los Tribunales, el procurador deberá percibir 528,89€, más un 10% adicional sobre esa cuantía por tratarse de juicio ordinario (52,89€) conforme al artículo 1.4 del mismo texto legal.

#### 4.3. Alcance y consecuencias del procedimiento judicial

En cuanto al procedimiento judicial en sí, cabría plantearse la posibilidad de que Estrella de Mar tuviese contratado un seguro que cubra los costes derivados del mismo, averiguación que debería hacerse en la fase de *due diligence*.

Por último se podría introducir una cláusula de indemnidad, o *indemnity clause*, que proteja al comprador de cualquier posible repercusión del procedimiento judicial iniciado. Y, además, el comprador cuenta con la garantía de que, aunque el vendedor normalmente tiene asignados ya

Laura Sanmateo Garth

sus abogados, el comprador tiene derecho a ratificar los mismos, porque puede haber conflictos de intereses o simplemente, al comprador le interesa contar con los mejores profesionales porque le interesa que el litigio salga a favor de la sociedad que compra.

**5. Consulta sobre la posibilidad de solicitar un compromiso de no competencia de 5 años de duración y aplicable a toda la región del mediterráneo, así como qué debe tener en cuenta, considerando que muy posiblemente la operación tenga que ser notificada a la CNMC para obtener autorización previa.**

En principio, el artículo 101.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea prohíbe aquellos acuerdos que restrinjan la competencia. Es más, los acuerdos de no competencia que abarca el artículo 101.1 TFUE serán nulos de pleno derecho conforme al apartado 2<sup>º</sup> del mismo.

No obstante, si acudimos al artículo 101.3, del TFUE, éste prevé que, cuando determinados acuerdos celebrados entre empresas, decisiones de asociaciones de empresas o prácticas

---

<sup>9</sup> 1. Serán incompatibles con el mercado interior y quedarán prohibidos todos los acuerdos entre empresas, las decisiones de asociaciones de empresas y las prácticas concertadas que puedan afectar al comercio entre los Estados miembros y que tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado interior y, en particular, los que consistan en:

- a) fijar directa o indirectamente los precios de compra o de venta u otras condiciones de transacción;
- b) limitar o controlar la producción, el mercado, el desarrollo técnico o las inversiones;
- c) repartirse los mercados o las fuentes de abastecimiento;
- d) aplicar a terceros contratantes condiciones desiguales para prestaciones equivalentes, que ocasionen a éstos una desventaja competitiva;
- e) subordinar la celebración de contratos a la aceptación, por los otros contratantes, de prestaciones suplementarias que, por su naturaleza o según los usos mercantiles, no guarden relación alguna con el objeto de dichos contratos.

2. Los acuerdos o decisiones prohibidos por el presente artículo serán nulos de pleno derecho.

3. No obstante, las disposiciones del apartado 1 podrán ser declaradas inaplicables a:

- cualquier acuerdo o categoría de acuerdos entre empresas,
- cualquier decisión o categoría de decisiones de asociaciones de empresas,
- cualquier práctica concertada o categoría de prácticas concertadas,

que contribuyan a mejorar la producción o la distribución de los productos o a fomentar el progreso técnico o económico, y reserven al mismo tiempo a los usuarios una participación equitativa en el beneficio resultante, y sin que:

- a) impongan a las empresas interesadas restricciones que no sean indispensables para alcanzar tales objetivos;
- b) ofrezcan a dichas empresas la posibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos de que se trate.

concertadas entre empresas, *contribuyan a mejorar la producción o la distribución de los productos o a fomentar el progreso técnico o económico*, se pueda dispensar dicha prohibición.

De todas formas, el acuerdo debe ser notificado a las autoridades europeas para que éstas decidan sobre la admisibilidad del acuerdo de no competencia que se pretende celebrar.

De forma paralela, cuando dos empresas deciden fusionarse, como sería el caso entre Andalusia Harbours y Estrella Gestión de Puertos, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia puede requerir un control previo por su parte sobre la operación cuando ésta sea susceptible de afectar de forma significativa al mantenimiento de la competencia efectiva en el mercado al que afecta. Dicho procedimiento se encuentra regulado por la Ley 15/2007, de Defensa de la Competencia.

Este control previo será necesario cuando la concentración bien alcance una cuota de mercado determinada, según prevé el artículo 8.1 a) LDC<sup>10</sup>, o bien alcance un determinado volumen de negocios conforme al artículo 8.1 b)<sup>11</sup>. Esto es, si la concentración económica supera uno de los siguientes umbrales: que 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 que 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, la operación de compraventa

---

<sup>10</sup> **Artículo 8. Ámbito de aplicación.**

1. El procedimiento de control previsto en la presente ley se aplicará a las concentraciones económicas cuando concurra al menos una de las dos circunstancias siguientes:

a) Que 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.

Quedan exentas del procedimiento de control todas aquéllas concentraciones económicas en las que, aun cumpliendo lo establecido en ésta letra a), el volumen de negocios global en España de la sociedad adquirida o de los activos adquiridos en el último ejercicio contable no supere la cantidad de 10 millones de euros, siempre y cuando las partícipes no tengan una cuota individual o conjunta igual o superior al 50 por ciento en cualquiera de los mercados afectados, en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo.

<sup>11</sup> b) Que 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.

quedará suspendida hasta que sea autorizada por la CNMC. Por lo que, si como resultado de la concentración se alcanzan uno de esos dos parámetros, deberá someterse al control de la CNMC.

El plazo legal del que dispone la CNMC para autorizar la concentración es de de 15 días hábiles, cuando la operación se haya notificado utilizando el formulario abreviado (siempre que se haya cumplido el trámite previo de prenotificación con la Dirección de Competencia); o tres meses en la segunda fase, a contar desde la fecha en que el Consejo acuerde la apertura de la misma.

Es habitual que en los contratos de compraventa las partes establezcan un plazo máximo, a partir de la fecha de firma del contrato, para que el comprador realice la notificación formal de la operación ante las autoridades españolas de defensa de la competencia, con el objetivo de recabar la preceptiva autorización de la misma. Asimismo, se suele estipular la obligación del vendedor de colaborar de manera activa y prestar apoyo al comprador en todas las solicitudes de información que las autoridades pudieran requerir, como cuotas de mercado, volúmenes de facturación entre otros datos, con el fin de evaluar si se han superado los umbrales establecidos que anteriormente se han expuesto.

De ser necesario que medie autorización por la CNMC, la fusión por adquisición debería suspenderse hasta recabar dicha autorización. Es decir, cabría, y de hecho es práctica habitual a la hora de transmitir empresas, incorporar al contrato de compraventa una condición suspensiva. Con dicha cláusula, se sujeta el cierre de la operación de compraventa a la obtención de la autorización por parte del organismo administrativo correspondiente. En este caso además, recabar la autorización por parte de la CNMC es una condición impuesta por la propia Ley, por lo que la propia consumación de la operación dependerá de que se conceda o no la autorización de la CNMC.

En las operaciones de compraventa de empresas, es común que las partes acuerden una cláusula de no competencia mediante la cual el vendedor se compromete a no continuar con la actividad objeto de la compraventa durante un periodo de tiempo determinado. Esta cláusula se fundamenta en la transmisión de la empresa junto con su fondo de comercio, es decir, los elementos inmateriales con capacidad de generar beneficios.

El ordenamiento jurídico español no contempla una regulación específica sobre las cláusulas de no competencia, por lo que su tratamiento debe basarse en el régimen general de los contratos recogido en los artículos 1254, 1255, 1257, 1258, 1101 y 1124 del Código Civil (en adelante, “CC”), en la jurisprudencia aplicable y en la normativa comunitaria. Así lo confirma la sentencia del Tribunal Supremo (TS) núm. 305/2017, de 17 de mayo.

El Código Civil permite a las partes establecer las condiciones que consideren oportunas en sus contratos, siempre que respeten la legalidad (art. 1255<sup>12</sup> CC) y no impliquen obligaciones para terceros (art. 1256<sup>13</sup> CC). Por tanto, las cláusulas pueden ser libremente pactadas y, además, aunque no se incluyan expresamente en el contrato, podrían ser exigibles en virtud del principio de buena fe (art. 1258<sup>14</sup> CC), especialmente cuando el precio de compraventa supera el valor real de la empresa. Esta cláusula implica una doble obligación para el vendedor: en primer lugar, debe proporcionar al comprador los conocimientos necesarios sobre el funcionamiento del negocio; y, en segundo lugar, debe abstenerse de realizar actividades que compitan con el adquirente, como señala la sentencia del Tribunal Supremo núm. 303/2016, de 9 de mayo.

Dado que no existe una regulación específica sobre el alcance material, geográfico o temporal de estos pactos, el Tribunal Supremo, en su sentencia núm. 301/2012, de 18 de mayo, establece que la validez de una cláusula de no competencia estará justificada siempre que su duración, extensión geográfica y contenido no superen lo que sea razonablemente necesario para proteger el valor de las participaciones y evitar que se vea afectado por las acciones del vendedor.

Cabe apuntar además que, en la Comunicación de la Comisión Europea 2005/C56/03, que precisamente proporciona claridad sobre cuándo ciertas restricciones son admisibles en operaciones de concentración. Las autoridades europeas se pronunciaron en el sentido en que las restricciones deben ser proporcionales en cuanto a duración, extensión geográfica y ámbito

---

<sup>12</sup> **Artículo 1255.** Los contratantes pueden establecer los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral ni al orden público.

<sup>13</sup> **Artículo 1256.** La validez y el cumplimiento de los contratos no pueden dejarse al arbitrio de uno de los contratantes.

<sup>14</sup> **Artículo 1258.** Los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, y desde entonces obligan, no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley.

Laura Sanmateo Garth

material, especificando precisamente que las cláusulas de no competencia suelen ser aceptables por un periodo de hasta tres años si incluyen transmisión de know-how, y dos años si no lo incluyen.

Por éstas indicaciones de la Comisión, cabría inclinarse en el sentido que introducir un *non compete* de cinco años no tendría visos de prosperar, tanto por su perduración en el tiempo (siendo tres años el período de tiempo máximo que apuntan) como por su extensión geográfica, al designar todo el Mar Mediterráneo como ámbito geográfico, que resultaría muy extenso, puesto que el ámbito geográfico de aplicación de una cláusula de no competencia *debe limitarse a la zona en la que el vendedor ofrecía los productos o servicios de referencia antes del traspaso*. Si bien, *este ámbito geográfico puede ampliarse a los territorios en que el vendedor tuviese planeado introducirse en el momento de efectuar la transacción, siempre que ya hubiese efectuado inversiones con tal fin*” (Comisión Europea, 2005).

Todo lo expuesto conforma el dictamen que emito en Madrid, a 18 de diciembre de 2024

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Laura Sanmateo Garth", is written over a long, thin diagonal line that serves as a signature line.



Laura Sanmateo Garth

Laura Sanmateo Abogados S.L.P.

Alberto Aguilera, 23

28015 Madrid

Tel.: +34 91 572 09 800

[www.laurasanmateoabogados.es](http://www.laurasanmateoabogados.es)

A la atención de D. José Machado García

**ESTRELLA DE MAR, S.A.**

P.º de la Castellana, 27, Planta 10, 28046 Madrid

En Madrid, a 18 de diciembre de 2024

Estimado D. José Machado García

Díctamen Jurídico

Como continuación a las conversaciones mantenidas con ustedes en fechas recientes, tenemos el gusto de remitirles nuestra propuesta de servicios profesionales para **ESTRELLA DE MAR, S.A.** en relación con el servicio de referencia.

Les rogamos se pongan en contacto con nosotros para comentar cualquier duda o comentario que les surja en relación con la propuesta adjunta. Una vez aprobada por ustedes, les agradeceremos nos devuelvan una copia de la misma firmada para nuestros archivos.

Un cordial saludo,

LAURA SANMATEO ABOGADOS

Laura Sanmateo

Socia

Laura Sanmateo Abogados se refiere a Laura Sanmateo Abogados, S.L.P. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 31.289, folio 190, sección 7ª, hoja M-117799, inscripción 145, NIF B-80731899. Domicilio Social: Alberto Aguilera 23, 28015, Madrid. Firma inscrita en el Registro Especial de Despachos Multiprofesionales en el Ilmo. Colegio de Abogados de Madrid.

## DICTAMEN JURÍDICO

**Doña Laura Sanmateo Garth**, abogada en ejercicio, con n.º de colegiado 140150, del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid, y despacho en Calle Alberto Aguilera 23, he recibido el encargo por parte de Estrella de Mar S.A., de realizar un dictamen jurídico sobre la posibilidad de articular la compraventa de una participación de la sociedad cotizada OceanShip S.A. sin que surja la obligación de lanzar una Oferta Pública de Adquisición; así como explorar una combinación de negocios a través de una operación de fusión por la que OceanShip absorba Estrella del Mar, y en cumplimiento de dicho encargo paso a realizar el siguiente informe.

### OBJETO DEL DICTAMEN

El objeto de este dictamen sería dar respuesta y apoyo jurídico a las siguientes cuestiones:

1. Evaluar si es posible articular la operación de compraventa sin que surja la obligación de lanzar una OPA obligatoria.
2. En caso de que no sea posible, exponer en qué condiciones podría articularse la compraventa y por qué porcentaje.
3. En caso de que se aprobase el programa de recompra de acciones, cuáles serían las consecuencias para Estrella del Mar.
4. Posibilidad de articular la fusión de forma tal que la familia Machado no tenga que lanzar una OPA obligatoria y, en su caso, qué requisitos deben cumplirse.
5. Calendario y principales pasos para realizar dicha integración, desde un punto de vista de derecho societario y mercado de valores, tomando en consideración su respuesta al punto anterior.
6. Valorar las posibles acciones legales de la familia Azcona y su posible impacto en el proceso de fusión. 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.

## **ANTECEDENTES DE HECHO**

Tanto de la información facilitada por el solicitante, como de la documentación aportada, podemos concluir que los antecedentes de hecho que permiten realizar este informe son los siguientes:

1. Atlas Capital plantea 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.
2. La operación viene patrocinada por la familia Machado, uno de los accionistas de control (88%) de Estrella del Mar quien, a su vez, indirectamente y a través de una sociedad patrimonial, tiene una participación de un 3,5% en el capital de OceanShip.
3. Los Consejos de sendas compañías podrían estar abiertos a explorar una combinación de negocios a través de una operación de fusión por la que OceanShip absorba Estrella del Mar.
4. De producirse la fusión, teniendo en cuenta el valor de ambas compañías la familia Machado pasaría a controlar aproximadamente un 57% de la sociedad resultante de la fusión.
5. 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.
6. La familia Machado recibe en una notificación de la familia Azcona anunciando acciones legales derivadas de la aprobación de la fusión sin su voto que incluyen, la anulación del acuerdo de fusión por contravenir lo estipulado en el pacto de accionistas y reclamación de daños. 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.

## **NORMATIVA APLICABLE**

El apoyo normativo para dar respuesta a las cuestiones planteadas lo encontramos en:

1. Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
2. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
3. 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.
4. 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.

## FUNDAMENTOS JURÍDICOS

1. ***Evaluar si es posible articular la operación de compraventa sin que surja la obligación de lanzar una OPA obligatoria.***

No siempre es obligatorio conforme a la ley española lanzar una oferta pública de adquisición (en adelante “OPA”), sino que el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, regula los supuestos bajo los que *sí* será obligatorio formular una OPA. El artículo 3 de dicho texto legal establece que será obligatorio lanzarla en aquellos supuestos en los que se produce la toma de control de una sociedad cotizada, ya se consiga:

- Mediante la adquisición de acciones que confieran derechos de voto en la sociedad Target;
- Mediante pactos parasociales;
- O sean tomas de control indirectas o sobrevenidas

La oferta debe presentarse, en general, lo antes posible, con un plazo máximo de un mes desde que se obtiene el control. Sin embargo, en casos de tomas de control indirectas o sobrevenidas, el plazo se extiende hasta tres meses.

La ley establece que una persona adquiere el control de una sociedad cotizada cuando alcanza al menos el 30% de los derechos de voto o, si no llega a ese porcentaje, si en los 24 meses siguientes nombra a más de la mitad de los consejeros del órgano de administración (art. 4.1 del RD de OPAs).

Este último supuesto, junto con el control mediante pactos parasociales, es considerado por la doctrina de poca relevancia práctica. De hecho, un régimen tan estricto como el de la OPA obligatoria en estos casos, que ni siquiera está contemplado en la Directiva de OPAs, es discutible (García de Enterría 2021). Respecto a las tomas de control indirectas o sobrevenidas, la normativa permite al oferente evitar la obligación de lanzar una OPA si vende los derechos de voto que superen el 30% y se abstiene de ejercerlos durante ese periodo.

Todo lo anterior está sujeto a la obtención de una dispensa por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), previa solicitud del interesado. La Ley identifica cinco situaciones de tomas de control indirectas o sobrevenidas en las que el adquirente estará obligado a presentar una OPA:

- Fusión o adquisición de control de otra sociedad que posee una participación en una tercera sociedad cotizada.
- Reducción de capital en una sociedad cotizada.
- Conversión o canje de valores.

- Variaciones en la autocartera.
- Compromisos de aseguramiento de emisiones.

Todas las OPAs obligatorias deben dirigirse a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y ofrecer un precio equitativo. La única condición a la que se puede someter la oferta es la obtención de las autorizaciones exigidas por las autoridades de competencia y otros organismos supervisores (artículo 30 en relación con el artículo 26 del RD de OPAs).

Sin embargo, no siempre que se alcanza el control de una sociedad cotizada se está obligado a formular una OPA. La normativa española prevé dos situaciones en las que no será necesario lanzar la oferta: cuando se obtenga la dispensa de la CNMV o cuando se aplique alguno de los supuestos de exclusión legal.

La CNMV puede eximir la obligación de formular una OPA si, al alcanzar el umbral de control del 30%, hay otra persona con una participación igual o mayor (denominado el "accionista de contrapeso"). Esta dispensa está condicionada a que dicha persona no reduzca su participación por debajo de la del beneficiario de la dispensa y a que este último no nombre a más de la mitad de los miembros del consejo de administración de la sociedad afectada.

Por último, la Ley incluye varios casos en los que se exime al adquirente de control de una sociedad cotizada de la obligación de presentar una OPA en el artículo 8 del RD de OPAs, destacando cuando, mediante una oferta voluntaria dirigida a todos los valores, se alcanza el control de la sociedad, siempre que la oferta haya sido a un precio equitativo o aceptada por al menos el 50% de los derechos de voto, excluyendo los que ya pertenecían al oferente.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores será la encargada de decidir, en un plazo máximo de quince días desde la presentación de la solicitud por parte del accionista, que no es necesario realizar una oferta pública, tras verificar que se dan las circunstancias señaladas *supra*.

**2. En caso de que no sea posible, exponer en qué condiciones podría articularse la compraventa y por qué porcentaje.**

Esta operación presenta la particularidad de que la familia Machado, siendo accionista de control de Estrella del Mar y ostentando un 88 por ciento del capital de dicha sociedad, tiene, a su vez, una participación significativa de un 3,5 por ciento en el capital de OceanShip indirectamente a través de una sociedad patrimonial. Esto resulta especialmente relevante en el marco de la operación puesto que la suma de la participación que ostenta la familia Machado en OceanShip a aquella que Estrella del Mar pretende adquirir es un factor diferencial que implicaría el lanzamiento obligatorio de una OPA.

Para determinar el control por parte de un sujeto en los términos establecidos en el artículo 4.1.a) del RD de OPAs, se computan los derechos de voto correspondientes a los miembros del órgano de administración de la sociedad adquirente, según lo dispuesto en el artículo 5.1.a) del RD de OPAs. Esto supone una presunción *iuris tantum* de concierto entre la sociedad y un integrante de su órgano de administración. En este contexto, dado que la normativa vigente no menciona explícitamente el cómputo de los derechos de voto de los accionistas de control, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha interpretado que la tenencia de una participación significativa en una sociedad cotizada por parte de un socio de una sociedad que también posee

acciones en esa misma entidad puede ser un indicio de concierto, conforme al artículo 5.1.b)<sup>15</sup> del RD de OPAs (CNMV, 2018).

Aplicando este criterio, la participación del 3,5% que la familia Machado posee en OceanShip debe sumarse a la participación del 29,7% que Estrella del Mar planea adquirir, lo que resulta en un total del 33,2%. Este porcentaje supera el umbral del 30% que desencadenaría la obligación de formular una OPA obligatoria.

Cabe señalar que, para el cálculo de los derechos de voto, es irrelevante que la participación de la familia Machado en OceanShip sea indirecta, ya que el artículo 4.1.a) del RD de OPAs contempla tanto los derechos de voto directos como los indirectos para determinar el control de una sociedad<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> **Artículo 5. Cómputo de los derechos de voto.** A efectos del cómputo de los porcentajes de derechos de voto señalados en el artículo precedente, se tendrán en cuenta las siguientes reglas:

1. Se atribuirán a una misma persona los porcentajes de voto que correspondan a las siguientes personas o entidades:

a) Los que pertenezcan al mismo grupo, tal como éste se define en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, así como los de los miembros de sus órganos de administración, salvo prueba en contrario.

b) Los de las demás personas que actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con ella. Se entenderá que existe dicho concierto cuando dos o más personas colaboren en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin de obtener el control de la compañía afectada. Se presumirá que existe concierto cuando las personas hubieran alcanzado un pacto de los señalados en el artículo 112 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, destinado a establecer una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma, así como cualquier otro que, con la misma finalidad, regule el derecho de voto en el consejo de administración o en la comisión ejecutiva o delegada de la sociedad.

c) Los derechos de voto que esa persona pueda ejercer de manera libre y duradera en virtud de un poder conferido por los propietarios o titulares de las acciones, en ausencia de instrucciones específicas sobre los mismos.

d) Los derechos de voto correspondientes a acciones poseídas por persona interpuesta, entendiéndose por tal aquel tercero a quien la persona obligada a formular la oferta deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de las acciones.

Se entenderán incluidos en este apartado los derechos de voto correspondientes a acciones que constituyan el subyacente o el objeto de contratos financieros o permutas cuando tales contratos o permutas cubran, total o parcialmente, los riesgos inherentes a la titularidad de los valores y, en consecuencia, tengan un efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta.

<sup>16</sup> **Artículo 4.1.** A los efectos del presente real decreto se entenderá 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 de los siguientes supuestos:



En consecuencia, no sería viable llevar a cabo la compraventa de una participación equivalente al 29,7% del capital de OceanShip sin que se genere la obligación de lanzar una OPA. La única opción para realizar la operación sería limitar la adquisición a un 26,4% (resultado de restar 3,5 a 29,9), de forma que, al sumarse a la participación de la familia Machado de 3,5%, el total no supere el 30% establecido como límite.

---

a) Cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100; o bien,

b) cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, en los términos del artículo 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

**3. En caso de que se aprobase el programa de recompra de acciones, cuáles serían las consecuencias para Estrella del Mar.**

Habría que excluir del objeto de la OPA el programa de recompra de acciones del 1%. Conforme al artículo 12 RD de OPAs, una sociedad cotizada española puede realizar una reducción de capital mediante la adquisición de sus propias acciones para su amortización, es decir, para retirarlas de circulación y disminuir el capital social, debe formular una oferta pública de adquisición (OPA). Esta OPA debe seguir los requisitos mínimos establecidos en el artículo 329<sup>17</sup> de la Ley de Sociedades de Capital, que regula las reducciones de capital en las sociedades anónimas.

La sociedad ofrece a los accionistas la posibilidad de vender sus acciones a través de una oferta pública dirigida a los accionistas de la sociedad cotizada, bajo los términos establecidos por la ley. Si el número de acciones que los accionistas aceptan vender (es decir, las acciones compradas por la sociedad) supera el límite máximo de la oferta, se aplican las reglas de distribución y prorrateo (detalladas en el artículo 330 de la LSC), lo que significa que no todos los accionistas que han aceptado la oferta recibirán una compra proporcional, sino que habrá un reparto proporcional de las acciones a comprar, según las condiciones de la oferta.

Este artículo establece una excepción a la obligación de formular una oferta pública de adquisición en ciertos casos:

- Si la compra de acciones propias se realiza en el marco de un programa de recompra conforme a lo estipulado en el Reglamento (CE) N.º 2273/2003 de la Comisión Europea, que aplica la Directiva 2003/6/CE (sobre manipulación de mercado y exenciones para programas de recompra y estabilización de instrumentos financieros).
- Si la compra no excede el 10% del capital con derecho de voto de la sociedad cotizada.

---

<sup>17</sup> **Artículo 329. Requisitos del acuerdo de reducción.** Cuando el acuerdo de reducción con devolución del valor de las aportaciones no afecte por igual a todas las participaciones o a todas las acciones de la sociedad, será preciso, en las sociedades de responsabilidad limitada, el consentimiento individual de los titulares de esas participaciones y, en las sociedades anónimas, el acuerdo separado de la mayoría de los accionistas interesados, adoptado en la forma prevista en el artículo 293.

También, el artículo 7.2 establece una serie de condiciones relacionadas con el ejercicio de derechos políticos y la obligación de realizar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) tras una reducción de capital en una sociedad cotizada.

Después de una reducción de capital, es posible que un accionista llegue a tener una mayor participación en la sociedad y, por ende, más derechos de voto. Si, como consecuencia de la reducción de capital, un accionista alcanza uno de los porcentajes de derecho de voto establecidos en el artículo 4 (que no especifica los porcentajes exactos, pero se entiende que son límites establecidos por la normativa sobre OPA), ese accionista no podrá ejercer los derechos políticos (es decir, votar) que excedan de esos porcentajes sin formular una OPA.

En otras palabras, si un accionista alcanza un porcentaje de voto significativo tras la reducción de capital (por ejemplo, un 30% o un 50%), tendrá que lanzar una OPA para poder ejercer los derechos que excedan ese límite.

Si un accionista se ve en la situación descrita (es decir, alcanza el umbral de derecho de voto señalado en el artículo 4), deberá formular la OPA dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la reducción de capital. Al momento de la OPA, se deberán seguir las reglas de determinación del precio equitativo que detalla el artículo 9.

No obstante, no será obligatorio formular la OPA en los siguientes casos:

1. Venta de acciones: Si el accionista que ha superado el límite de derechos de voto vende las acciones necesarias para reducir el exceso de derechos de voto (es decir, si vende suficientes acciones para que su porcentaje vuelva a estar dentro de los límites establecidos), no tiene que realizar la OPA.
  - Condición: Esta venta debe realizarse dentro de los 3 meses siguientes a la reducción de capital.
  - Además, entre tanto, el accionista no puede ejercer los derechos políticos (como votar) que excedan el porcentaje permitido.

2. Dispensa de la CNMV: Si el accionista recibe una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), es decir, una autorización que le permita no realizar la OPA, entonces tampoco tendrá que lanzarla. Esta dispensa está regulada en el artículo 4 y permite excepciones en ciertos casos.

Asímismo el apartado 4 del mismo artículo establece que, cuando un accionista alcanza ciertos porcentajes de derecho de voto debido a variaciones en la autocarera de la sociedad cotizada, surge la obligación de formular una OPA, refiriéndose a las acciones propias que una sociedad compra de nuevo y mantiene en su posesión.

**4. Examinar la posibilidad de articular la fusión de forma tal que la familia Machado no tenga que lanzar una OPA obligatoria y, en su caso, qué requisitos deben cumplirse y 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.**

La operación planteada entre ambas sociedades, que consiste en una fusión mediante la cual OceanShip absorbería a Estrella del Mar, daría lugar a que la familia Machado obtuviera el control de la sociedad resultante al alcanzar aproximadamente el 57% de los derechos de voto.

En un primer análisis, este porcentaje resulta preocupante, ya que superar el 30% de los derechos de voto desencadena la obligación de formular una OPA obligatoria, conforme al RD de OPAs. Además, la toma de control puede considerarse indirecta, y la fusión se encuentra regulada como supuesto de adquisición de control en el artículo 7.1 del RD de OPAs cuando se excede dicho umbral.

No obstante, el artículo 8.g) del RD de OPAs exime de esta obligación a quienes adquieran más del 30% de los derechos de voto en el marco de una fusión, siempre que no hayan votado a favor de la misma en la junta general de la sociedad afectada y se pueda demostrar que el propósito de la operación es industrial o empresarial, y no la toma de control.

En este contexto, la familia Machado deberá notificar la operación a la CNMV, que dispondrá de 15 días para evaluar si se cumplen los requisitos necesarios para aplicar la exención de lanzar una OPA obligatoria.

En cuanto a la forma de articular la fusión, la misma debe regirse por el siguiente procedimiento: en primer lugar, los administradores de OceanShip y Estrella del Mar elaborarán un proyecto común de fusión, que deberá ser aprobado por las juntas generales de ambas sociedades en un plazo máximo de 6 meses desde su suscripción, según lo dispuesto en el artículo 39 del RD /2023.

Después, ambas sociedades, al ser sociedades anónimas, deberán solicitar al Registro Mercantil el nombramiento de un experto independiente para que emita un informe sobre el proyecto (art.

41 RD 5/2023). Posteriormente, se presentará el balance de fusión, que puede ser el último balance del ejercicio aprobado dentro de los 6 meses previos. En el caso de OceanShip, al ser una sociedad cotizada, este balance puede sustituirse por su informe financiero trimestral exigido por la Ley de Mercado de Valores (art. 43RD 5/2023), el cual deberá ser verificado por su auditor de cuentas (art. 44 RD 5/2023).

Una vez presentado el informe financiero trimestral, se pasaría a la denominada fase de aprobación, en la cual las juntas generales de ambas sociedades deberán ratificar la fusión en un plazo máximo de 6 meses desde la firma del proyecto (art. 47 RD 5/2023).

Por último, en la fase de ejecución, la fusión deberá publicarse en el BORME y se otorgará a los acreedores un plazo de un mes para oponerse a la operación. Una vez agotado ese plazo, se formalizará mediante escritura pública y se inscribirá en el Registro Mercantil la sociedad resultante de la fusión.

El esquema y calendario de la fusión sería el siguiente:

Fase	Nº	Paso	Fecha
1. Preparatoria	1.	Elaboración de un proyecto común de fusión.	x -1
	2.	Informe de expertos independientes sobre el proyecto de fusión.	
	3.	Balance de fusión / informe	
2. Aprobación	4.	Aprobación del proyecto común de fusión por el órgano de administración de las sociedades involucradas.	x

	5.	Notificación a los trabajadores de las sociedades involucradas.	En cualquier momento en x o después de x
	6.	Publicación del anuncio de la fusión.	x +1
	7.	Fin del periodo de derecho de oposición.	x +31
3. Ejecución	8.	Elevación del acuerdo de fusión a escritura pública ante Notario.	x +31 en adelante
	9.	Inscripción de la absorción en el Registro Mercantil.	x +31 en adelante

5. *Valorar las posibles acciones legales de la familia Azcona y su posible impacto en el proceso de fusión. 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.*

En este caso, lo que estaría alegando la familia Azcona es una acción prevista por el artículo 204.1<sup>18</sup> LSC, de imposición abusiva por la mayoría de la aprobación de la fusión, habiendo ignorado el pacto de socios firmado en 1987 por el cual la modificación estructural debería haber contado también con el voto a favor de la familia Azcona.

Para resolver esta cuestión, la clave está en la interpretación del interés social y en conseguir probar que la aprobación de fusión efectivamente dañe el mismo. Ello, en conjunción con el hecho de que, conforme al artículo 29 de la LSC, los pactos firmados entre los socios, como es aquel que se firmó en 1987 entre la familia Machado y la familia Azcona, no se puede oponer frente a la sociedad y frustrar la fusión como tal. De hecho, no parecería lógico pensar que habiendo sido aprobada la fusión por mayoría, una minoría (la familia Azcona) pudiese cambiar el resultado de la votación, desproporcionando la relación capital-voto, de un 88 sobre 100% contra un 12 sobre 100% del capital de Estrella de Mar.

Partiendo de esta base, y si hacemos mayor hincapié en lo que cabría que la familia Azcona pudiese alegar contra la sociedad, de que la fusión aprobada vaya en contra del interés social, habría que defender que precisamente, la fusión se ha aprobado en interés al objeto social. En este caso, una fusión entre OceanShip, empresa líder en el transporte de mercaderías entre los principales puertos del mar Mediterráneo; y Estrella de Mar, empresa dedicada 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

---

<sup>18</sup> 204. 1. Son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o al reglamento de la junta de la sociedad o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros.

La lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios.



Laura Sanmateo Garth

noroeste africano, responde precisamente al interés social de Estrella de Mar: conseguir una mayor presencia en el mercado, en concreto una ampliación hacia el Mediterráneo gracias a su fusión con OceanShip, así como juntar patrimonio, capital, experiencia y conocimiento del funcionamiento del sector del transporte marítimo de mercancías, al que ambas compañías vienen dedicándose durante mucho tiempo.

Todo lo expuesto conforma el dictamen que emito en Madrid, a 18 de diciembre de 2023.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Laura Sanmateo Garth', is written over a diagonal line that extends from the bottom left towards the top right.

Laura Sanmateo Garth

Laura Sanmateo Abogados S.L.P.

Alberto Aguilera, 23

28015 Madrid

Tel.: +34 91 572 09 800

[www.laurasanmateoabogados.es](http://www.laurasanmateoabogados.es)

A la atención de D. José Machado García

**ESTRELLA DE MAR, S.A.**

P.º de la Castellana, 27, Planta 10, 28046 Madrid

En Madrid, a 18 de diciembre de 2024

Estimado D. José Machado García

Díctamen Jurídico

Como continuación a las conversaciones mantenidas con ustedes en fechas recientes, tenemos el gusto de remitirles nuestra propuesta de servicios profesionales para **ESTRELLA DE MAR, S.A.** en relación con el servicio de referencia.

Les rogamos se pongan en contacto con nosotros para comentar cualquier duda o comentario que les surja en relación con la propuesta adjunta. Una vez aprobada por ustedes, les agradeceremos nos devuelvan una copia de la misma firmada para nuestros archivos.

Un cordial saludo,

LAURA SANMATEO ABOGADOS

Laura Sanmateo

Socia

Laura Sanmateo Abogados se refiere a Laura Sanmateo Abogados, S.L.P. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 31.289, folio 190, sección 7ª, hoja M-117799, inscripción 145, NIF B-80731899. Domicilio Social: Alberto Aguilera 23, 28015, Madrid. Firma inscrita en el Registro Especial de Despachos Multiprofesionales en el Ilmo. Colegio de Abogados de Madrid.

**DICTAMEN JURÍDICO**

**Doña Laura Sanmateo Garth**, abogada en ejercicio, con n.º de colegiado 140150, del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid, y despacho en Calle Alberto Aguilera 23, he recibido el encargo por parte de Estrella de Mar S.A., de realizar un dictamen jurídico sobre cómo se articularía la posible instauración de un programa de scrip dividend en Estrella de Mar S.A, y en cumplimiento de dicho encargo paso a realizar el siguiente informe.

### **OBJETO DEL DICTAMEN**

El objeto de este dictamen sería dar respuesta y apoyo jurídico a las siguientes cuestiones:

1. Cómo se implementaría un programa de scrip dividend
2. Si existe alguna limitación respecto de la "fórmula" que debe operar por defecto, es decir, si un accionista no se pronuncia sobre qué opción elige en el plazo estipulado, qué debe se le debe entregar ¿un dividendo en metálico o acciones?)

### **ANTECEDENTES DE HECHO**

Tanto de la información facilitada por el solicitante, como de la documentación aportada, podemos concluir que los antecedentes de hecho que permiten realizar este informe son los siguientes:

1. El Consejo de Estrella de Mar, S.A. está explorando ofrecer propuestas de retribución a las accionistas atractivas que logren la atención de grandes inversores institucionales. 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.
2. La familia Azcona, titular de un 12% en Estrella del Mar, 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".

### **NORMATIVA APLICABLE**

El apoyo normativo para dar respuesta a las cuestiones planteadas lo encontramos en:

1. Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.
2. Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.
3. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

## FUNDAMENTOS JURÍDICOS

### *1. ¿Cómo se implementaría un programa de scrip dividend?*

Sobre la concurrente sugerencia por parte de numerosas entidades bancarias de instaurar un esquema de scrip dividend para lograr ser una inversión más atractiva para inversores y potenciales accionistas institucionales, éste consiste en dar la elección del accionista de recibir un dividendo en metálico o acciones liberadas por un valor equivalente. Este esquema es perfectamente factible, y de hecho, son muchas las empresas tanto nacionales como internacionales las que han incorporado este esquema retributivo de origen anglosajón.

En su esencia se incardina en el marco de un modelo de retribución flexible mediante una combinación de un aumento de capital liberado con cargo a reservas (previsto por el artículo 303 de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “LSC”)) y de distribución de dividendos (artículos 275 y ss LSC), por el que la retribución a los accionistas se articula no sólo a través de la distribución de dividendos, sino también a través de ampliaciones de capital liberadas.

La sociedad así permite la entrega de derechos de asignación gratuita, es decir, sin comisiones, dentro de un programa de retribución al accionista, dando a elegir a los socios entre:

- La adquisición de nuevas acciones totalmente liberadas;
- Recibir su retribución en efectivo, mediante el cobro de un dividendo en metálico;
- Recibir su retribución en efectivo a través de la venta de las nuevas acciones que le corresponden, a precio de mercado. En este último caso, la retribución que

percibe el accionista que elige esta opción depende de las condiciones del mercado en ese momento y del precio por el que cotice la acción de asignación gratuita. Esta opción será interesante cuando el accionista considere que puede obtener un mayor beneficio vendiendo la acción en el mercado libre.

Los scrip dividends verdaderamente no son dividendos jurídicamente hablando, sino que son un instrumento de remuneración al accionista alternativo y complementario al dividendo común. Como hemos mencionado anteriormente, se trata de una práctica que surge en Estados Unidos pero que en España, ante la falta de regulación específica (a diferencia de otros países europeos como Francia, que sí regula los scrip dividends en su Código de Comercio y posibilita que la Junta General de Accionistas dé la opción a los socios de elegir cómo quieren percibir su remuneración), se ha ido consolidando a partir de la práctica societaria.

Entonces bien, cabe preguntarse ¿cómo han ido implementando las sociedades españolas este sistema? La respuesta nos la dan los estudios de Iribarren Blanco (2012, pp. 156 y ss.), quien propone dos métodos de retribución a los socios para comprender los scrip dividends. Este tipo de dividendo se basa en una combinación de dos regímenes: el de distribución de dividendos entre los socios (artículos 275 y ss. de la LSC) y el de ampliaciones de capital con recursos propios mediante la emisión de nuevas acciones (artículo 303 de la LSC). Por lo tanto, no se trata de una simple yuxtaposición o secuencia de estas operaciones, sino de una combinación específica de ambas.

Ciertas voces, como es la de Jesús Alfaro, apuntan que cuando las acciones ofrecidas a los socios como dividendo electivo no provienen de la autocartera, es necesario que la sociedad apruebe un aumento de capital con cargo al derecho al dividendo correspondiente a cada accionista. En la práctica, esto implica realizar una ampliación de capital liberada mediante la emisión de nuevas acciones, acompañada del compromiso de la sociedad de adquirir los derechos de suscripción preferente o asignación gratuita asociados a dichas acciones. La sociedad se obliga a comprar estos derechos a un precio previamente establecido. Sin embargo, una vez adquiridos, no los ejerce, renunciando a ellos, de modo que solo se emiten las acciones efectivamente suscritas por los socios. Aquellos socios que opten por recibir el dividendo en dinero obtienen el valor de los

derechos de asignación gratuita. En cualquier caso, este mecanismo constituye un reparto de dividendos, por lo que deben cumplirse las normas imperativas aplicables a este tipo de operación.

La distinción entre los dividendos en especie y los dividendos electivos radica en que, en estos últimos, el socio tiene la posibilidad de elegir entre recibir bienes, generalmente acciones, o dinero como forma de pago de la prestación por parte de la sociedad. Además, la doctrina señala otra diferencia relacionada con el procedimiento: en el caso de los dividendos electivos, las acciones entregadas a los socios interesados se generan a partir de un aumento de capital financiado con reservas o beneficios de la sociedad, lo que implica que dichas acciones no existían previamente en su patrimonio.

En primer lugar, se debe identificar el procedimiento de aprobación de los scrip dividends. Su marco jurídico surge de la combinación de la distribución de dividendos y la ampliación de capital con recursos propios, lo que implica que ambas operaciones requieren la aprobación de la Junta General de Accionistas. No obstante, cada una conserva sus propios requisitos de quórum y mayorías. La distribución de dividendos se aprueba por mayoría simple de los votos presentes o representados (art. 201.1 LSC), mientras que la ampliación de capital exige quórum y mayorías reforzadas (arts. 194 y 201.2 LSC).

En ocasiones, la Junta puede delegar en los administradores la facultad de fijar la fecha de ejecución del acuerdo de aumento de capital, definir el monto del aumento y establecer condiciones adicionales (art. 297 LSC). Los administradores, entonces, tienen hasta un año para realizar esta ejecución, salvo en casos de conversión de obligaciones en acciones. Esta delegación permite a los administradores establecer un calendario de ejecución con fechas clave, como la publicación del acuerdo o el pago en efectivo a los accionistas.

El retraso en la ejecución puede tener consecuencias, ya que si se pospone demasiado, las reservas destinadas a los dividendos electivos podrían disminuir o desaparecer debido a pérdidas tras el cierre del balance. Esto podría llevar a que la operación se base en un balance cerrado hasta un año y medio antes (Iribarren Blanco, 2012). Otra facultad que puede delegarse es la determinación del importe del aumento de capital. Esto se justifica porque al momento del

acuerdo de la Junta, se desconoce cuántos socios suscribirán acciones y cuál será el valor real de la acción. El valor de las acciones se fija durante la ejecución del acuerdo, evitando así diferencias significativas entre el valor asignado a los socios y el efectivamente percibido.

La posibilidad de revocar el acuerdo de ampliación de capital o de distribución de dividendos varía. La revocación de la ampliación de capital es posible, ya que no altera la participación de los socios. Sin embargo, en el caso de la distribución de dividendos, no es posible revocar el acuerdo, dado que genera un derecho de crédito para los socios. Solo se permite la revocación para proteger el capital social si hay pérdidas que afecten a las reservas destinadas a los dividendos.

En lo que se refiere a las implicaciones fiscales que conlleva la instauración de este esquema retributivo, en primer lugar, el socio debe registrar un derecho de cobro y el correspondiente ingreso financiero. Si el inversor opta por ejecutar sus derechos recibiendo acciones, estas se deben contabilizar a su valor razonable. En este caso, la diferencia entre el importe obtenido por la venta de los derechos en el mercado o el valor razonable de las acciones recibidas, y el valor contable del derecho de cobro, debe reconocerse como un resultado financiero.

Cabe destacar además, que aquí se da una suscripción de acciones por parte de la propia sociedad, lo que contraviene lo establecido en el artículo 134<sup>19</sup> del TRLSC que prohíbe la auto suscripción de acciones: “La sociedad no suscribe sus propias acciones precisamente porque no ejercita el derecho de asignación gratuita que ha adquirido a los socios que han querido enajenarlo” (Alfaro, 2015).. En realidad, lo que ocurre es una compra de acciones propias de la sociedad a sus socios. Según el artículo 139 del mismo texto legal, dichas acciones deben ser vendidas en el plazo máximo de un año o amortizadas para reducir el capital.

Percibir el dividendo en acciones presenta tanto ventajas como desventajas para el pequeño inversor, por lo que es importante conocerlas antes de optar por esta opción o por el dividendo en

---

<sup>19</sup> **Artículo 134. Prohibición.**

En ningún caso las sociedades de capital podrán asumir o suscribir sus propias participaciones o acciones ni las creadas o emitidas por su sociedad dominante.

efectivo, que a continuación examinaremos. La principal ventaja es que, al tributar por este tipo de pago, no se incluye como ingreso en la base del IRPF, a diferencia del dividendo en efectivo, lo que significa que no está sujeto a retención fiscal inmediata. Los impuestos por tanto se liquidarán cuando las acciones se vendan. Además, esta modalidad permite a los pequeños inversores aumentar su participación en una empresa sin realizar ningún desembolso adicional, ya que las acciones se reciben de manera gratuita.

Sin embargo, el scrip dividend tiene desventajas, ya que a menudo puede hacer que el precio de las acciones baje, lo que reduce el valor de la inversión. Por eso, los expertos recomiendan vender las nuevas acciones de inmediato para maximizar el rendimiento antes de que el precio de la acción caiga aún más.

Este método es beneficioso para aquellos que prefieren no tributar inmediatamente por los dividendos, ya que no genera una carga fiscal al recibir las acciones. No obstante, es importante que el inversor sea consciente de que el mercado podría reaccionar negativamente a este tipo de operaciones, ya que la emisión de nuevas acciones tiende a diluir el valor de las ya existentes.

Las empresas recurren a la puesta en marcha de este sistema de retribución flexible porque la emisión de nuevas acciones supone hacer un desembolso en efectivo, sin embargo, si opta por implementar esta opción, estaría preservando su liquidez. Además, el pago en acciones incrementa la capitalización de la empresa, lo que resulta más ventajoso para la compañía que utilizar dinero en efectivo.

## ***2. ¿Existe alguna limitación respecto de la "fórmula" que debe operar por defecto?***

La verdadera ventaja que conlleva este sistema de retribución flexible es dar la opción a los accionistas de elegir cómo quieren recibir su retribución, si en efectivo, en acciones liberadas o mediante una combinación de ambas (la venta a precio de mercado de las acciones que le corresponde recibir). Esta ventaja se debe materializar a través de un mecanismo que permita a los accionistas manifestar sus preferencias en lo que atañe a la forma en la que eligen recibir su retribución, que suele ser a través de una declaración de voluntad dirigida a la sociedad, normalmente rellenando un escrito.



Para ello, se prevé la habilitación de un período de tiempo, que se conoce como el período común de elección, durante el cual los accionistas escogen entre las tres opciones ofrecidas. Es aquí donde cabe preguntarse, ¿qué pasa si el accionista no opta por ninguna de las alternativas que se les ofrecen?

Si un accionista no elige de forma expresa entre recibir dividendos en efectivo o acciones dentro del plazo establecido por la empresa o período común de elección, generalmente se aplica una opción por defecto. Esta opción varía según la política de la empresa, pero en muchos casos de scrip dividends (de hecho en la mayoría), la opción por defecto es recibir nuevas acciones liberadas porque así la empresa que pone en marcha este sistema de retribución flexible preserva su liquidez, evitando así tener que pagar los dividendos a la par que aumenta su capitalización. No obstante, se deberá tomar una decisión internamente de cuál se considera que deba ser la opción que opere en defecto e incluirla en los Estatutos Sociales.

En una ampliación de capital liberada, el accionista tiene la opción de suscribir nuevas acciones de forma gratuita utilizando los derechos de asignación que le corresponden según el número de acciones que ya posee. A cada acción le corresponde un derecho, representado a través de un título específico. Antes de este proceso, la Junta General de Accionistas aprueba la ampliación de capital mediante la emisión de nuevas acciones financiadas con reservas de libre disposición, y puede delegar ciertas facultades al órgano de administración.

Además, la Junta establece un compromiso de adquisición de los derechos de asignación gratuita a un precio específico para aquellos accionistas que prefieran venderlos. Como apunta Jesús Alfaro: *el accionista elige entre el dinero y las acciones en fase de ejecución del aumento de capital de ahí que, a falta de elección expresa, reciba las acciones. No es posible pagar dividendos electivos a cuenta y tampoco se aplica la obligación de restitución de dividendos (art. 278 LSC<sup>20</sup>) en relación con las acciones* (Alfaro, 2015).

---

<sup>20</sup> **Artículo 278. Restitución de dividendos.**

Cualquier distribución de dividendos o de cantidades a cuenta de dividendos que contravenga lo establecido en esta ley deberá ser restituida por los socios que los hubieren percibido, con el interés legal correspondiente, cuando la sociedad pruebe que los perceptores conocían la irregularidad de la distribución o que, habida cuenta de las circunstancias, no podían ignorarla.

Si el accionista decide ejercer parte de sus derechos de asignación gratuita, recibirá un número de acciones determinado al dividir el total de derechos ejercidos entre la cantidad de derechos necesarios para obtener una acción. No siempre se obtiene un número exacto de acciones, por lo que el accionista puede optar por: comprar derechos adicionales en el mercado para completar un lote entero de nuevas acciones, vender los derechos sobrantes al precio de mercado, o venderlos a la empresa, utilizando el compromiso de compra irrevocable que esta ofrece a sus accionistas.

Los efectos de esta operación varían según desde qué punto de vista:

- Para el accionista: Al ejercer sus derechos, el accionista incrementa el número de sus acciones, pero no su participación porcentual en la empresa, debido a la dilución que genera el aumento del número total de acciones. Esto implica una reducción en el precio unitario de adquisición de las acciones. Fiscalmente, el accionista se beneficia, ya que la entrega de acciones liberadas no se considera un rendimiento del capital mobiliario y, por tanto, no se incluye en la base imponible del IRPF. La tributación solo ocurre cuando el accionista decide vender las acciones.
- Para la empresa emisora: La suscripción de nuevas acciones mejora la recapitalización de la empresa y reduce su deuda, ya que evita la salida de efectivo que supondría el pago de dividendos en metálico. La operación se financia con reservas de libre disposición, sin requerir aportaciones adicionales de los accionistas. Esto no altera el valor total del patrimonio de la empresa, solo cambia su composición, aumentando el capital y disminuyendo las reservas. Fiscalmente, esta operación no tiene impacto para la empresa.

Que la opción por defecto sea la recepción de acciones liberadas tiene su sentido: en primer lugar, la retribución que percibe el accionista es equivalente (tanto si percibe el dividendo en metálico como si opta por recibir las acciones liberadas), siendo además el tratamiento fiscal de la entrega de acciones más favorable aún que el pago del dividendo, ello hace que las empresas se decanten por determinar como opción por defecto la entrega de acciones, entendiendo que sería más favorable para el accionista. Es más, desde que se han implementado los scrip dividends en España, se ha observado que son la mayoría de los accionistas los que optan por

recibir las acciones liberadas versus un importe fijo garantizado en metálico en concepto de dividendo, lo que ha llevado a las empresas a establecer con mayor razón esta opción como predeterminada en ausencia de una elección expresa. Ejemplo de ello, en el scrip dividend que llevó a cabo Telefónica en junio de 2022, un 74,46% de los accionistas optaron por recibir nuevas acciones Telefónica (Telefónica, 2023).

Por último, teniendo en cuenta que la opción por defecto debe ser aprobada por los accionistas reunidos en Junta General, en última instancia son ellos quienes aprueban y por tanto aceptan que sea la opción en cuestión la que se elige por defecto.

Por todo ello, es importante que los accionistas revisen las condiciones de la empresa para asegurarse de que entienden cuál es la opción por defecto en el caso de que por algún motivo no hayan expresado su preferencia.

La Resolución de 30 de julio de 2015 de la Dirección General de los Registros y del Notariado establece que que la cláusula estatutaria que permite a la sociedad distribuir dividendos en especie impacta directamente en un derecho individual de los socios. Por ello, su incorporación a los estatutos exige el consentimiento unánime de todos los socios.

La misma Resolución desarrolla una serie de puntos especialmente relevantes, entre ellos, al examinar una cláusula en los Estatutos de una sociedad determinada, de la que en la escritura cuya calificación se impugna, se recogen acuerdos sociales para modificar los estatutos de una sociedad de responsabilidad limitada. En concreto, el artículo 18 establece que la junta general podrá decidir que los dividendos o la prima de emisión se paguen, total o parcialmente, en especie, siempre que se utilicen bienes o valores incluidos en los acuerdos privados alcanzados en 2005 y que su distribución no sea por un valor inferior al registrado en el balance de la sociedad.

Asimismo, se incorpora el artículo 18 bis, que permite que, en caso de reducción de capital social mediante devolución de aportaciones, el pago a los socios pueda realizarse en especie, siempre que se cumplan las condiciones del artículo 18 de los estatutos. Estos acuerdos fueron adoptados en una junta general con la presencia de los dos únicos socios: uno de ellos, que posee

aproximadamente el 70% del capital social, votó a favor, mientras que el otro se opuso. Tratándose este caso además, de uno muy similar al de la familia Azcona y la familia Machado ante el que nos situamos.

La modificación estatutaria que se impugna en esta Resolución, incide en los derechos individuales de los socios, ya que afecta al contenido del derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la restitución del valor de las aportaciones sociales.

La normativa establece como regla general que los dividendos deben percibirse en dinero, según los artículos 277<sup>21</sup> y 278<sup>22</sup> de la Ley de Sociedades de Capital, que hacen referencia a la distribución y restitución de cantidades y al pago de intereses; así como el artículo 318<sup>23</sup>, que alude a la suma que hay que abonar a cada accionista en caso de reducción de capital. Sin

---

<sup>21</sup> **Artículo 277. Cantidades a cuenta de dividendos.**

La distribución entre los socios de cantidades a cuenta de dividendos sólo podrá acordarse por la junta general o por los administradores bajo las siguientes condiciones:

a) Los administradores formularán un estado contable en el que se ponga de manifiesto que existe liquidez suficiente para la distribución. Dicho estado se incluirá posteriormente en la memoria.

b) La cantidad a distribuir no podrá exceder de la cuantía de los resultados obtenidos desde el fin del último ejercicio, deducidas las pérdidas procedentes de ejercicios anteriores y las cantidades con las que deban dotarse las reservas obligatorias por ley o por disposición estatutaria, así como la estimación del impuesto a pagar sobre dichos resultados.

<sup>22</sup> **Artículo 278. Restitución de dividendos.**

Cualquier distribución de dividendos o de cantidades a cuenta de dividendos que contravenga lo establecido en esta ley deberá ser restituida por los socios que los hubieren percibido, con el interés legal correspondiente, cuando la sociedad pruebe que los perceptores conocían la irregularidad de la distribución o que, habida cuenta de las circunstancias, no podían ignorarla.

<sup>23</sup> **Artículo 318. El acuerdo de reducción del capital social.**

1. La reducción del capital social habrá de acordarse por la junta general con los requisitos de la modificación de estatutos.

2. El acuerdo de la junta expresará, como mínimo, la cifra de reducción del capital, la finalidad de la reducción, el procedimiento mediante el cual la sociedad ha de llevarlo a cabo, el plazo de ejecución y la suma que haya de abonarse, en su caso, a los socios.

embargo, con base en el principio de autonomía de la voluntad (artículo 28<sup>24</sup> de la misma Ley), se admite que los estatutos puedan prever el pago en especie tanto del valor de las aportaciones como de los dividendos. En este sentido, encontramos respaldo legal a la retribución a través de dividendos en los artículos 201.3.1<sup>25</sup> del Reglamento del Registro Mercantil que contempla la entrega de bienes como alternativa al pago en dinero, y 393.2<sup>26</sup> de la Ley de Sociedades de Capital, que prevé una disposición similar para la cuota de liquidación.

No obstante, incluir esta disposición en los estatutos en un momento posterior a la constitución de la sociedad requiere el consentimiento de todos los socios afectados. Este requisito se alinea con principios establecidos en la normativa, como el artículo 329<sup>27</sup>, que exige el consentimiento individual de los socios cuando un acuerdo de reducción de capital no afecta de manera equitativa a todas las participaciones, y el artículo 393.1<sup>28</sup>, que requiere unanimidad para acuerdos sobre pagos "in natura" de la cuota de liquidación, extendiendo esta regla a los derechos asociados a las cláusulas discutidas en el presente recurso.

---

<sup>24</sup> **Artículo 28. Autonomía de la voluntad.** En la escritura y en los estatutos se podrán incluir, además, todos los pactos y condiciones que los socios fundadores juzguen conveniente establecer, siempre que no se opongan a las leyes ni contradigan los principios configuradores del tipo social elegido.

<sup>25</sup> **Artículo 201.3.** Cuando la reducción de capital hubiera tenido por finalidad la restitución de aportaciones, en la escritura se consignarán además: 1.º La suma dineraria o la descripción de los bienes que hayan de entregarse a los socios, así como la declaración de los otorgantes de que han sido realizados los reembolsos correspondientes.

<sup>26</sup> **Artículo 393.2.** Los estatutos podrán establecer en favor de alguno o varios socios el derecho a que la cuota resultante de la liquidación les sea satisfecha mediante la restitución de las aportaciones no dinerarias realizadas o mediante la entrega de otros bienes sociales, si subsistieren en el patrimonio social, que serán apreciadas en su valor real al tiempo de aprobarse el proyecto de división entre los socios del activo resultante.

En este caso, los liquidadores deberán enajenar primero los demás bienes sociales y si, una vez satisfechos los acreedores, el activo resultante fuere insuficiente para satisfacer a todos los socios su cuota de liquidación, los socios con derecho a percibirla en especie deberán pagar previamente en dinero a los demás socios la diferencia que corresponda.

<sup>27</sup> **Artículo 329. Requisitos del acuerdo de reducción.**

Cuando el acuerdo de reducción con devolución del valor de las aportaciones no afecte por igual a todas las participaciones o a todas las acciones de la sociedad, será preciso, en las sociedades de responsabilidad limitada, el consentimiento individual de los titulares de esas participaciones y, en las sociedades anónimas, el acuerdo separado de la mayoría de los accionistas interesados, adoptado en la forma prevista en el artículo 293.

<sup>28</sup> **Artículo 393.1.** Salvo acuerdo unánime de los socios, éstos tendrán derecho a percibir en dinero la cuota resultante de la liquidación.

El hecho de que los accionistas perciban normalmente el dividendo aprobado por la junta mediante la entrega de un crédito dinerario se debe no a que la naturaleza del dividendo sea estrictamente dineraria, si no porque así se lleva haciendo en la práctica puesto que se presume que esa es la voluntad del accionista que invierte su capital en la sociedad conforme al artículo 1258<sup>29</sup> del Código Civil. De modo que, no se descarta que los socios puedan acordar (unánimemente) que el pago de los dividendos se haga en especie, esto es, en forma distinta a dinero; o lo mismo acuerden mediante la introducción de una cláusula estatutaria (por mayoría).

Luego está, en cuanto a las alarmas que levanta la familia Azcona en cuanto a la posibilidad de que el scrip dividend va en contra al derecho de los accionistas a percibir el dividendo, con mayor razón aún si tenemos en cuenta que se establezca como opción por defecto la entrega de acciones liberadas. Si bien la familia Azcona puede argumentar que su aplicación lleva aparejada la renuncia tácita al derecho a percibir el dividendo, Tortuero Ortiz (2018, p. 8) considera que tal renuncia no debería comprometer la viabilidad jurídica del scrip dividend, sustentándose en dos principales argumentos: en primer lugar, la renuncia tácita de un derecho es una figura reconocida por tanto la jurisprudencia como la doctrina; en segundo lugar, siendo además el caso de que si no se estableciera una opción que opere por defecto, aquel accionista que no expresa su elección recibiría su retribución por doble, es decir, recibiría las acciones liberadas y cobraría el dividendo.

Cabe resaltar además que, siendo el valor de las acciones liberadas que se recibe y el dividendo en metálico equivalentes, no se puede considerar que se esté renunciando al derecho a percibir un dividendo, sino únicamente que se está renunciando tácitamente a recibir el dividendo en metálico, quedando sustituido por la adjudicación de acciones totalmente liberadas.

Con todo, cabe afirmar que la modificación estatutaria que introduce los *scrip dividends* no afecta a los derechos individuales de los socios. En primer lugar, el artículo 393.1 de la Ley de Sociedades de Capital no resulta relevante en este contexto. Dicho artículo exige unanimidad

---

<sup>29</sup> **Artículo 1258.**

Los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, y desde entonces obligan, no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley.

sólo cuando no existe una cláusula estatutaria que regule el pago de la cuota de liquidación. La regla supletoria es que tanto los dividendos como la cuota de liquidación sean dinerarios, lo que implica que un socio no puede ser obligado a aceptar un pago en especie (no dinerario) en ausencia de una previsión estatutaria.

En segundo lugar, la cláusula estatutaria cuestionada podría interpretarse como meramente habilitadora, permitiendo que la sociedad distribuya dividendos en especie a los socios que lo acepten (como dividendos electivos). No se entiende por qué el socio minoritario debería impedir que el mayoritario reciba su parte en especie, siempre que se garantice la igualdad de trato mediante una valoración adecuada de los bienes entregados y no se afecte el interés social.

En tercer lugar, la doctrina relativa a los derechos individuales de los socios, que no pueden ser eliminados sin su consentimiento, no es aplicable aquí. La cláusula estatutaria no priva al socio de su derecho a participar en las ganancias sociales ni total ni parcialmente. Simplemente faculta a la junta para acordar el reparto de dividendos en especie. El único inconveniente para el socio disconforme sería tener que convertir los bienes recibidos en dinero por su cuenta, y, en cualquier caso, podría impugnar el acuerdo si resultara abusivo. No obstante, la Dirección General de los Registros y del Notariado (DGRN) no aporta argumentos sólidos para declarar inválida la cláusula, aprobada válidamente por mayoría. De hecho resulta paradójico que, en una sociedad limitada, la mayoría pueda decidir discrecionalmente sobre la distribución de dividendos, pero no pueda incluir en los estatutos una cláusula que permita entregarlos en especie.

Todo lo expuesto conforma el dictamen que emito en Madrid, a 18 de diciembre de 2023.

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Laura Sanmateo Garth", is written over a long, thin diagonal line that extends from the bottom left towards the top right.

## **BIBLIOGRAFÍA:**

Alfaro, J. (30 de septiembre de 2015): “Dividendos en especie”, Almacén de Derecho.

Comunicación de la Comisión sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin. Recuperado de: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2005:056:0024:0031:ES:PDF>

García Cañibano, M. P. (2017). La remuneración del accionista mediante el scrip dividend.

Iribarren Blanco, M. (2012): “Los dividendos electivos o scrip dividends”, Revista de Derecho Mercantil, n° 284, pp. 141-180.

La emisión de warrants como 'endulzante' a la financiación. Recuperado de: <https://app.vlex.com/vid/642272637>

MEMENTO PRÁCTICO FRANCIS LEFEBVRE SOCIEDADES LIMITADAS. 18 de marzo de 2023.

MEMENTO TRANSMISIÓN DE EMPRESAS, EDICIÓN 19 DE JULIO DE 2024.

Política de retribución al accionista. Cuentas Anuales 2023. Recuperado el 11 de noviembre de 2024. Recuperado de: <https://www.telefonica.com/es/accionistas-inversores/informacion-financiera/informe-anual/>

Resolución de 30 de julio de 2015. De la Dirección General de los Registros y del Notariado. Recuperado de: <https://www.boe.es/boe/dias/2015/09/30/pdfs/BOE-A-2015-10468.pdf>

Tortuero Ruiz, J. (2018): “Últimas tendencias en materia de retribución flexible a los accionistas (scrip dividends)”, La Ley Digital 3971/2018.