



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

Facultad de Derecho

Máster Universitario de Acceso a la Abogacía y la Procura
CASO PRÁCTICO ESPECIALIDAD DERECHO DE LA
EMPRESA

Alba Ochoa Díez

MUAAP - Grupo C

Cecilio Andrés Molina Hernández

Madrid

Diciembre 2024

Resumen

El presente Trabajo de Fin de Máster consiste en la elaboración de tres dictámenes jurídicos en los que se pretende dar respuesta detallada a las cuestiones planteadas por los clientes Atlas Capital, Estrella del Mar S.A. y OceanShip. S.A. surgidas en el marco de una serie de operaciones societarias.

Abstract.

This Master's Thesis consists of the elaboration of three legal opinions in which the aim is to provide a detailed response to the issues raised by the clients Atlas Capital, Estrella del Mar S.A. and OceanShip. S.A. arising in the context of a series of corporate transactions.

Palabras clave.

Derecho de la Competencia. Due diligence. Fusiones y adquisiciones. Contrato de compraventa. OPAs. Pactos parasociales. Scrip dividend.

Key words.

Antitrust. Due diligence. Mergers and acquisitions. Purchase and sale agreements. Takeover bids. Shareholders' agreements. Scrip dividends.

ÍNDICE:

PARTE I:	6
1. EXPEDIENTE SANCIONADOR DE LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA:	8
1.1 Repercusiones de la realización de prácticas anticompetitivas.....	8
1.2 Mecanismos de protección en el contrato de compraventa.....	12
2. REORGANIZACIÓN SOCIETARIA	14
2.1 Traspaso de la actividad de gestión de puertos a Estrella Gestión Puertos.....	14
2.2. Repercusión en el contrato de compraventa.....	20
3. PROCEDIMIENTOS JUDICIALES EN CURSO	22
3.1 Protección ante litigios pendientes:.....	22
3.2 Profesionales a intervenir y honorarios.....	24
4. CLÁUSULA DE NO COMPETENCIA	25
5. NOTIFICACIÓN A LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA PARA OBTENER AUTORIZACIÓN PREVIA	28
6. CONCLUSIONES	30
PARTE II	33
1. COMPRAVENTA DE ACCIONES DE OCEANSHIP EVITANDO LANZAR OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN	34
2. IMPLICACIONES DEL PROGRAMA DE RECOMPRA DE ACCIONES:	37
3. FUSIÓN POR ABSORCIÓN DE OCEANSHIP A ESTRELLA DEL MAR:	38
3.1 Pasos desde el punto de vista del Derecho Societario:.....	39
3.2 Especificaciones desde el punto de vista del Mercado de Valores:.....	42
4. ACCIONES LEGALES EJERCITADAS POR LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS	43
4.1 Naturaleza del pacto suscrito:.....	43
4.2 Contraposición de los intereses de los accionistas.....	45
5. CONCLUSIONES:	50
PARTE III:	52
1. IMPLEMENTACIÓN DEL SCRIP DIVIDEND	53
2. CONCLUSIONES:	56

LISTADO DE ABREVIATURAS:

CC: Código Civil

CNC: Comisión Nacional de la Competencia

CNMC: Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

CNMV: Comisión Nacional de Mercado de Valores

CP: Código Penal

DD: Due diligence

ET: Estatuto de los Trabajadores

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

LCD: Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia

LEC: Ley Enjuiciamiento Civil

LSC: Ley de Sociedades de Capital

RD Modificaciones Estructurales: 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 las 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.

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

RD 1382/1985: Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección.

R&W: Declaraciones y Garantías

TFUE: Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

OPA: Oferta pública de Adquisición

PARTE I:

El objeto del presente dictamen es dar respuesta a las consultas formuladas por el fondo de inversión Atlas Capital sobre la adquisición de la división de gestión de puertos de Estrella del Mar, S.A.

Antecedentes de hecho:

El fondo de inversión Atlas Capital plantea la adquisición de la división de gestión de puertos de Estrella del Mar. El fin último de la operación es su integración con una sociedad que ha adquirido previamente: Andalusia Harbors, S.L., que opera instalaciones portuarias en el sur de España.

Estrella del Mar es la sociedad matriz del grupo Estrella, un grupo empresarial que nació con el objeto social de gestión portuaria pero que en la actualidad se ha extendido también al transporte internacional de mercancías. Ante el crecimiento de esta última actividad, su Consejo toma la decisión de desinvertir el negocio en torno a la actividad de gestión, brindando así la oportunidad a terceros - como Atlas Capital - de adquirirlo.

Durante la exploración de la adquisición se tiene noticia diversos hechos que deberán ser tenidos en consideración:

En primer lugar, Andalusia Harbors alerta sobre la posible apertura de un expediente sancionador por la CNMC por posibles prácticas anticompetitivas del jefe de la división de Estrella del Mar que se desea adquirir. Tras el traslado de esta preocupación se indagó sobre la existencia del mismo y se comprobó que, efectivamente, se abrió un expediente en diciembre de 2023. Al parecer, el mencionado jefe se habría reunido en varias ocasiones con sus homólogos de otras 4 compañías con el fin de repartirse en qué subastas concurrir, con el fin de conseguir los máximos beneficios económicos, resultando afectada por ello la concesión del puerto de Santander.

Otro punto a considerar es que la estructura societaria que tiene actualmente el grupo Estrella no es la más deseable pues, por un lado, las relaciones contractuales y los activos - tanto los referentes a gestión, como los que tienen que ver con el transporte de mercancías - están

repartidos entre las diversas sociedades del grupo, siendo preciso separar las ramas de actividad antes de proceder a la adquisición. Por otro lado, al operar en diversos países, la titularidad de las concesiones también se encuentra repartida entre las mismas, destacando al respecto la presencia de sociedades en Marruecos, que aglutina la actividad relativa al noroeste africano. Las sociedades a tener en cuenta son 4: Estrella del Mar, Estrella Gestión Puertos, Estrella Mercancías y Estrella Marruecos, siendo el objetivo final que Estrella Gestión de Puertos controle la totalidad del negocio que será objeto de adquisición, por lo que será preciso hacer previamente a esta última operación una reorganización de las mismas.

Por otro lado, durante la realización de la due diligence, se descubrió la existencia de un litigio pendiente, ya en vía judicial, en el que Generali Seguros S.A. reclama 36.000€ a Estrella del Mar. Este litigio tiene origen en que, durante la actividad laboral realizada por una grúa portico en el puerto de Bilbao, resultó dañada una plataforma elevadora propiedad de la empresa asegurada por Generali.

Finalmente, debido a que Estrella del Mar es una sociedad exitosa y con larga trayectoria durante 60 años en la gestión portuaria, a Atlas Capital le preocupa la posibilidad de que, una vez realizada la compraventa, continúe con esta actividad, perjudicando así la inversión realizada.

Cuestiones planteadas:

De acuerdo con los antecedentes de hecho expuestos, se suscitan las siguientes cuestiones jurídicas:

1. Repercusiones del expediente de la CNMC y medidas a adoptar para que la inversión de Atlas Capital no resulte perjudicada.
2. Reorganización del grupo societario evitando ventas intragrupo y de forma que Estrella Gestión Puertos controle la totalidad del negocio de gestión portuaria, estimación razonable del tiempo en el que se podrá llevar a cabo, cautelas y coberturas a incluir en el contrato de compraventa.
3. Alcance y consecuencias del litigio pendiente iniciado por Generali Seguros S. A., así como los profesionales que intervendrán y honorarios a percibir.

4. Posibilidad de solicitar un compromiso de no competencia a Estrella del Mar durante 5 años aplicable a toda la región del mediterráneo.

1. EXPEDIENTE SANCIONADOR DE LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA:

En primer lugar se analizarán cuáles son las posibles consecuencias que puede acarrear la apertura de un expediente sancionador de la CNMC, posteriormente se harán recomendaciones sobre cómo mitigarlas y por último se indicará cómo protegerse ante ello en el contrato de compraventa.

1.1 Repercusiones de la realización de prácticas anticompetitivas.

Se tiene conocimiento de que uno de los jefes de Estrella del Mar, con responsabilidad en materia de gestión portuaria, se ha reunido de manera secreta con sus homólogos de otras compañías, dedicadas a esta misma actividad, con la finalidad de repartirse a qué subastas concurrir dentro del mercado nacional, logrando maximizar de esta forma sus beneficios económicos.

Estos acuerdos privados entre sociedades irían en contra de la libre competencia, que se encuentra protegida a nivel administrativo e incluso penal, en aras de proteger el sano desarrollo del mercado. Esta forma de proceder limita las posibilidades de ganar una subasta al resto de compañías que operan en el mercado, siendo por tanto perjudicial para las mismas pero también para la Administración que las convoca y para el interés general de la ciudadanía. Expresamente la Ley de Defensa de la Competencia prohíbe estos acuerdos, pues nos encontramos ante una práctica concertada que ha podido tener el efecto de falsear la competencia en parte del mercado nacional a través del reparto del mismo por parte de varias empresas.¹

Tras la correspondiente licitación Estrella del Mar obtuvo la concesión del Puerto de Santander por lo que, otras compañías que también concurren a la misma, pudieron haber resultado perjudicadas. A pesar de esto, cabe señalar que no se requiere que la alteración del

¹ 1.1 c) LDC

mercado haya sido efectiva, basta con que haya habido un acuerdo y la conducta haya sido apta para causar el daño, por lo que la intención que haya podido tener el Jefe de División con la celebración de las reuniones queda relegada a un segundo plano, de igual forma no es relevante para determinar la existencia de la infracción si hubo más sociedades que se presentaron a la subasta y resultaron perjudicadas por la práctica.

En ocasiones, algunas prácticas que cumplen los requisitos para definirse como colusorias, son eximidas por ley como tales, con el efecto de que no son sancionables. Nos encontramos ante estos supuestos, entre otros, cuando se considera que tienen efectos favorables para los consumidores o cuando fomentan el progreso técnico.² Sin embargo, descartamos en este caso que la conducta cumpla alguna de estas causas de exención pues lo que ha sucedido tan solo arroja una ventaja competitiva a las empresas participantes en la conducta colusoria, que pueden tener mayores beneficios económicos al asegurarse parte del mercado o al obtener condiciones más ventajosas que las que hubieran resultado en caso de haber sido efectiva la competencia.

Todo ello puede tener efectos negativos para Estrella del Mar, algunos de los cuáles subsistirán una vez que el negocio de gestión sea adquirido por Atlas Capital, pues se subrogará en contratos, créditos, derechos y obligaciones.³

En primer lugar, la existencia de una competencia efectiva entre las empresas constituye uno de los elementos definitorios de la economía de mercado, por lo que las autoridades de la Competencia son muy estrictas en este tipo de situaciones y, de verificarse lo sucedido y de haberse podido recabar suficientes pruebas, es altamente probable que la sociedad acabe siendo sancionada. Esto tendría como principales consecuencias, además de las multas y sanciones correspondientes, la nulidad de lo obtenido en virtud de una actuación colusoria, por lo que podría perderse la actividad comercial relacionada con el puerto de Santander, al considerarse la concesión nula de pleno Derecho.⁴

Por otro lado, la ley califica esta conducta una infracción muy grave⁵, y una sanción de este tipo puede acarrear una multa de hasta el 10 por ciento del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de la imposición de la multa, teniendo además en cuenta para su determinación exacta la dimensión y

² 1.5 LDC

³ 111.3 a) RD Modificaciones Estructurales.

⁴ art.1.2 LDC y art. 101 TFUE

⁵ art 62.4.a) LDC

características del mercado afectado, la cuota de mercado de la empresa, la duración de la infracción... Y, respecto al personal implicado, se pueden imponer sanciones personales a los directivos que han propiciado la conducta colusoria de hasta 60.000€.⁶

Asimismo, con independencia del resultado del expediente de la CNMC, cualquier persona física o jurídica que haya sufrido un perjuicio ocasionado por una infracción del Derecho de la Competencia, tendrá derecho a reclamar al infractor y obtener su pleno resarcimiento ante la jurisdicción civil ordinaria ⁷ por lo que, si hay algún daño demostrable y cuantificable en este sentido, también podría ser reclamado.

Además, una sanción firme comportará la prohibición de contratar con el sector público por el tiempo que determine la resolución de la entidad competente en defensa de la competencia⁸. Esto puede ser incluso más perjudicial que las sanciones económicas directas, pues podría paralizar parte de la actividad.

Del mismo modo, lo sucedido podría generar daños en la reputación, que podrían ser percibidos por un amplio abanico de operadores: clientes, proveedores, bancos...

Por último, y con el fin de prevenir las conductas anticompetitivas una vez se adquiera Estrella del Mar, destacar que, en su nivel más grave, estas conductas pueden llegar a tener consecuencias penales, existiendo un delito en referencia a la alteración del precio en concursos y subastas públicas, con penas de prisión y de inhabilitación especial de un período de entre a 3 y 5 años para contratar con el sector público⁹

1.2. Mitigación del impacto de la conducta anticompetitiva.

Así las cosas, la principal recomendación para que Atlas Capital no se ve perjudicada con la compra de la sociedad, es instar a Estrella del Mar a que mitigue el impacto de lo ocurrido, haciendo un seguimiento de las medidas que tome.

Lo más conveniente es que Estrella del Mar adopte una actitud de colaboración con las autoridades de la competencia, tratando de adherirse al procedimiento de clemencia, a quienes se pueden acoger quienes colaboren voluntariamente con la CNMC contribuyendo de

⁶ art. 63.1 c) LDC

⁷ art. 71 a 81 LDC; art. 283 BIS LEC

⁸ art. 71.1 b) LCSP

⁹ art. 262 CP

manera determinante al esclarecimiento de los hechos. Algunas de las acciones que tendrá que realizar serán facilitar información y elementos de prueba relevantes en relación con el cártel que estén en su poder; no destruir, falsificar u ocultar información o elementos de prueba relevantes.

Uno de los requisitos para poder acceder a este procedimiento de clemencia es haber puesto fin a su participación en la conducta colusoria, detallando las gestiones realizadas que acrediten que se ha producido el cese y determinar su fecha.

Así, Estrella del Mar podría tomar medidas como el cese del Jefe de División. Si esta negligente forma de proceder se atribuye a la propia iniciativa del jefe y no se tenía conocimiento al respecto hasta la fecha, es prudente y posible proceder a su despido disciplinario por la falta de diligencia en su actuación, dejando clara una postura de no tolerancia ante este tipo de situaciones que pueden ser tan perjudiciales para la sociedad.

Este despido, si así lo decide el empresario, estaría justificado basándose en un incumplimiento grave y culpable. Su relación laboral con la sociedad estaría sujeta al RD 1382/1985, que regula las relaciones laborales con el personal de Alta Dirección, puesto que se caracteriza por la asunción de responsabilidades significativas y la capacidad de toma de decisiones estratégicas. Por remisión al ET, le deberá ser notificado por escrito, haciendo figurar los hechos que lo motivan y la fecha en que tendrá efectos. El contrato de trabajo se extinguirá sin derecho a indemnización ni a los salarios de tramitación, por lo que no sería una carga económica para la sociedad.¹⁰

Por otro lado, una vez completada la adquisición, y en caso de que todavía no se cuente con el mismo, se recomienda la instauración de un plan de *compliance* en el que se ponga el foco en la formación de toda la organización empresarial en Derecho de la Competencia y en buenas prácticas que ayuden a prevenir infracciones, así como el establecimiento de detección de posibles conductas anti concurrentiales y, en su caso la aplicación de medidas correctoras que permitan minimizar los daños ocasionados.

¹⁰ art. 55 ET

1.2 Mecanismos de protección en el contrato de compraventa.

A continuación se pasan a analizar los mecanismos que sería conveniente adoptar para protegerse ante esta contingencia en el contrato de compraventa, diferenciando entre varias fases de la elaboración del mismo.

En primer lugar, hay que tratar de averiguar cuál es el verdadero alcance de las prácticas anti concurrenciales pues es importante asegurarse de que lo sucedido es algo puntual y no es una forma de proceder común en la empresa, para ello se aprovechará la elaboración de la *Due Diligence*, mediante la cual se “*valoran los activos y deudas de la compañía objetivo, investigando los aspectos significativos de su pasado, presente y futuro predecible*” Así, la DD sirve para poder contar con la información necesaria para decidir si comprar o no, ajustar el precio de la sociedad a adquirir y establecer las condiciones del contrato.

Se tiene una responsabilidad de analizar correctamente la información, pues si surge una contingencia que podría haber conocido realizando esa tarea con la suficiente diligencia, no hay culpa del vendedor. Sin embargo, aunque se deba prestar atención a esto en la DD, al ser acuerdos que se mantienen en secreto, podrían no ser fáciles de detectar en la misma.

Así, una vez detectada está contingencia durante la DD, para lograr mayor protección, es conveniente regular sus consecuencias de manera específica en el contrato para evitar futuras discusiones sobre el valor de la contingencia, el alcance sobre el conocimiento que se tenía sobre ella o si ha sido tenida en cuenta en el precio del contrato. Para ello, existen varias formas de protección:

A) SPECIFIC INDEMNITIES:

Las *specific indemnities* son compromisos de indemnización que cubren contingencias especialmente relevantes, que ya eran conocidas por el comprador antes de la firma del contrato de compraventa, como es el caso de la posible sanción de la CNMC. Cubren el riesgo del comprador en el supuesto en que las contingencias se materialicen tras el cierre de la operación, acordándose que el vendedor asumirá íntegramente las consecuencias negativas asociadas a la contingencia.

Esto supone que, si pasado el tiempo se confirma la sanción de la CNMC, se activa la cobertura acreditado el daño y la relación de causalidad. La producción del resultado es fácilmente acreditable pues la sanción irá acompañada de una resolución por parte del

organismo de la competencia. Más complicado será determinar el alcance del daño, por lo que se tendrá que especificar la forma en la que este cuantificará, fijando si se tendrá en cuenta el potencial importe de la multa o si además se incluirán los daños y perjuicios en caso de que se imponga una prohibición de contratar con el sector público o si se produce la revocación de la concesión del puerto de Santander.

Así pues, sería conveniente establecer una *specific indemnity* en relación con el hecho conocido de que se ha abierto un expediente de la CNMC a Estrella del Mar por posibles actividades competitivas del jefe de la división dedicada a la Gestión Portuaria. En caso de que no se incluya esta cláusula el vendedor podría alegar que, al reclamar, el comprador está actuando en contra de la buena fe contractual, pues el comprador presta su consentimiento tácito a la contingencia porque la conocía antes de la firma y decidió no cubrirla.

B) DECLARACIONES Y GARANTÍAS (R&W)

Las Declaraciones y Garantías son *“El conjunto de declaraciones que el vendedor realiza ante el comprador sobre el estado del objeto de la compraventa, la empresa, y que comprenden aspectos relacionados con la titularidad de la misma, los estados financieros y contabilidad de la empresa, el estado de sus activos, las condiciones y vigencia de los contratos suscritos por la empresa, el estado de cumplimiento por parte de la empresa de las obligaciones legales de todo tipo: mercantiles, administrativas, fiscales, laborales, así como las reclamaciones o los litigios en curso en los que esté inmersa la empresa.”*

Las ventajas de incluir R&W es que sustituyen al régimen general de incumplimiento del CC referente a los vicios ocultos de la cosa vendida o al dolo omisivo del vendedor. La forma en la que está regulado esto último hace que, en casos de compraventas de empresa, sea insuficiente para proteger al comprador pues el plazo de caducidad en el que es posible reclamar al vendedor es de tan solo de 6 meses y además las acciones que se pueden interponer son de difícil cumplimiento. En contraste con ello, la vigencia de las R&W suele oscilar entre un plazo de entre 18 meses y 3 años a contar desde la fecha del cierre.

En este sentido, sería interesante incluir una declaración por parte de los vendedores en la que manifiesten que se actúa conforme a la ley, especificando que no se ha participado en más actividades anticompetitivas.

Así, los mecanismos comentados en los apartados anteriores no son excluyentes, sino complementarios entre sí: con la DD se recaba toda la información posible para poder

negociar en igualdad de condiciones - logrando así un precio justo de la venta de la sociedad - al mismo tiempo que la *specific indemnity* y las R&W delimitan la responsabilidad del vendedor, ofreciendo una protección a las partes posterior a la firma del contrato.

C) CLÁUSULA DE AJUSTE DE PRECIO:

Las cláusulas de ajuste de precio permiten modificar el precio acordado inicialmente en función de ciertos criterios o eventos específicos. En caso de que se confirme la sanción por parte de la CNMC, como se ha avanzado anteriormente, la concesión del Puerto de Santander será nula, significando que no será posible desarrollar actividad alguna. Por ello es conveniente que no se compre la parte de la actividad dentro de esta ubicación geográfica. Sin embargo, la actividad desarrollada en el puerto de Santander habrá sido inicialmente tomada en cuenta para determinar el precio por el que se adquirirá la compañía, por lo que habría que restar del importe final a pagar por el comprador el valor asociado a la misma.

2. REORGANIZACIÓN SOCIETARIA

2.1 Traspaso de la actividad de gestión de puertos a Estrella Gestión Puertos.

Atlas Capital solicita una propuesta de reorganización societaria del grupo Estrella del Mar, que será presentada a la parte vendedora. La reestructuración se debe de configurar de tal forma que Estrella Gestión Puertos, sociedad que será objeto de la adquisición, controle toda la actividad relacionada con la gestión.

En la siguiente tabla se muestran las sociedades que serán objeto de reorganización, la posición que ocupan dentro del grupo y los medios para llevar cabo la actividad de gestión que son titularidad de cada una de ellas y, por tanto, interesa adquirir.

<u>SOCIEDAD</u>	<u>POSICIÓN</u>	<u>GESTIÓN</u>
ESTRELLA DEL MAR S.A.	Sociedad matriz	Concesión puerto de Bilbao Personal de estiba

		Arrendamiento con Barcos Antón Equipo de dirección
ESTRELLA GESTIÓN PUERTOS S.L.U	Sociedad propiedad al 100% de Estrella del Mar S.A.	Concesión puerto de Ferrol Concesión Puerto de Santander
ESTRELLA MERCANCIAS S.L.U	Sociedad participada al 100% por Estrella del Mar S.A.	
ESTRELLA MARRUECOS S.L.U	Filial de Estrella Mercancías S.L.U.	Concesión puerto de Casablanca

En la práctica mercantil son frecuentes las operaciones de modificación estructural intragrupo. Dichas operaciones no responden únicamente a una necesidad de racionalizar la estructura del grupo de sociedades, sino que también pueden plantearse como un instrumento para ejecutar posteriores transacciones con entidades ajenas a dicho grupo. A estos efectos se plantea realizar lo siguiente:

A) Traspaso de la actividad de transporte de Estrella Marruecos a Estrella Mercancías.

Respecto a las sociedades marroquíes Atlas Capital deberá adquirir la concesión relativa al puerto de Casablanca y los medios materiales y humanos adscritos a dicha plaza, que son titularidad de Estrella Marruecos, filial de Estrella Mercancías.

En línea con que Estrella Gestión Puertos controle la totalidad del negocio de gestión interesa fusionar esta sociedad con Estrella Marruecos. Sin embargo esto no puede realizarse directamente pues encontramos el obstáculo de que Estrella Marruecos también opera la ruta de transporte de mercancías entre Bilbao y Casablanca, interesando a Estrella del Mar seguir desarrollando esta ruta. Por ello, será preciso separar primero ambas ramas de actividad, de

forma que Estrella Mercancías adquiera de su filial los medios necesarios para desarrollar la actividad de transporte.

Así, se realizará una aportación no dineraria de la rama de actividad de transporte desde Estrella Marruecos a favor de Estrella Mercancías, que puede realizarse a través de una segregación pues los medios utilizados para realizar dicho negocio conforman una unidad económica independiente. De esta forma, una vez completada la segregación, Estrella Marruecos mantendrá intacta la parte del negocio relativa a la gestión, destacando especialmente que conservará la titularidad de la concesión del puerto de Casablanca.¹¹

B) Fusión de sociedades hermanas entre Estrella Marruecos y Estrella Gestión Puertos.

Estrella Gestión Puertos puede adquirir la actividad relacionada con el puerto de Casablanca a partir de una fusión en la que Estrella Gestión Puertos absorba a Estrella Marruecos. La particularidad entre estas dos sociedades es la relación que las une: Estrella Gestión Puertos es propiedad al 100% de Estrella del Mar y Estrella Marruecos lo es de forma indirecta porque es filial de Estrella Mercancías, sociedad participada al 100% por Estrella del Mar.

Esta fusión presenta varias singularidades: En primer lugar, es una fusión transfronteriza extraeuropea, pues interviene una sociedad española y otra marroquí. Además, es una fusión simplificada porque, por un lado, ambas sociedades están participadas en la misma proporción por Estrella del Mar, por otro, ambas son sociedades limitadas unipersonales.

Respecto a la fusión simplificada, se realizará una “fusión entre hermanas”¹², que presenta las siguientes singularidades que agilizan enormemente la operación con respecto al procedimiento normal, ya que se excluye el cumplimiento de una serie de requisitos:

1.º La inclusión en el proyecto de fusión de las menciones relativas a: i) al tipo de canje de las acciones o participaciones, ii) a las modalidades de entrega de las acciones o participaciones de la sociedad resultante a los socios de la sociedad o sociedades absorbidas, iii) a la fecha de participación en las ganancias sociales de la sociedad resultante o a iv) cualesquiera peculiaridades relativas a este derecho o a v) la información sobre la valoración del activo y

¹¹ art. 61 RD Modificaciones Estructurales

¹² art. 56 RD Modificaciones estructurales

pasivo del patrimonio de cada sociedad que se transmite a la sociedad resultante o a las fechas de las cuentas de las sociedades que se fusionan.

2º Los informes de administradores y expertos sobre el proyecto de fusión.

3º El aumento de capital de la sociedad absorbente.

4º La aprobación de la fusión por las juntas generales de la sociedad o sociedades absorbidas.¹³

Asimismo, al existir un socio único para ambas sociedades también se aplica lo relativo a los acuerdos de modificación estructural adoptados de forma unánime, lo que nuevamente simplifica el procedimiento, pues si se adopta el acuerdo en junta universal y por unanimidad de todos los socios con derecho de voto, se permite prescindir de las publicaciones habituales en los procedimientos de reestructuraciones estructurales, siendo especialmente significativo la posibilidad de ahorrarse el trámite de publicar el proyecto de fusión.¹⁴

Por último, respecto al hecho de que sea una fusión transfronteriza, hay que reseñar que la legislación sobre modificaciones estructurales permite la realización de cualquier modificación estructural - por tanto, incluida la fusión - de una sociedad española con sociedades que no formen parte del Espacio Económico Europeo.

C) Escisión parcial de Estrella del Mar

En Estrella del Mar existen dos ramas de actividad claramente diferenciadas: gestión portuaria y transporte de mercancías. Interesa, por un lado, que la parte relativa al transporte permanezca en Estrella del Mar. Por otro, que la parte referente a la gestión acabe integrando Estrella Gestión Puertos.

Así pues, se debe realizar una escisión parcial, que conlleva el traspaso en bloque por sucesión universal de la parte del patrimonio de la sociedad dedicada a la gestión (la cual conforma una unidad económica independiente) a una sociedad ya existente: Estrella Gestión Puertos.¹⁵

¹³ art. 53.1 RD Modificaciones estructurales.

¹⁴ art. 9 RD Modificaciones estructurales.

¹⁵ art. 60.1 RD Modificaciones estructurales.

La principal característica de esta operación es que se tratará de una escisión simplificada, pues, es una segregación a favor de una sociedad íntegramente participada (Estrella Gestión Puertos) Esto significa que no se necesitará ni el informe de los administradores ni el informe del experto independiente, agilizando de esta forma los trámites.¹⁶ Además, debido a que Estrella Gestión Puertos no es una sociedad de nueva creación, deberá previamente ampliar su capital social para recibir el patrimonio de la escindida. Por último, nos encontramos ante un supuesto en que la sociedad beneficiaria de la fusión es S.L. y la sociedad escindida S.A., por lo que es reseñable que no hay inconveniente a que se realice la operación con sociedades de distinto tipo social.¹⁷

Una vez completada la operación, los socios de la sociedad escindida conservarán por un lado su participación en esta (produciéndose en la escindida una reducción de capital en la cuantía necesaria) y por otro lado recibirán, proporcionalmente a su participación en la sociedad escindida, participaciones sociales de Estrella Gestión Puertos.

Respecto a Estrella del Mar, hay ciertas relaciones contractuales que deben ser tenidas en consideración, interesando especialmente a Atlas Capital las relativas al personal de tierra que presta tareas de soporte a la actividad de estiba, el contrato de arrendamiento por el que Barcos Anton, S.L. presta su flota de remolcadores para las labores de guía y lo concerniente al equipo de dirección.

En primer lugar, Estrella del Mar es titular del personal de tierra que presta tareas de soporte a la actividad de estiba, al ser fundamental en la gestión portuaria, el personal pasará a formar parte de Estrella Gestión Puertos. Así, se produce una sucesión de empresa, quedando el nuevo empresario subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social. Es decir, los trabajadores obligatoriamente mantienen sus condiciones de trabajo. Si se pretenden adoptar, con motivo de la transmisión, medidas respecto a los trabajadores, será necesario iniciar un período de consultas con los representantes legales de los trabajadores. Además, hay ciertas obligaciones de información, siendo preceptivo facilitar la concerniente a la fecha prevista de la transmisión, los motivos, las consecuencias jurídicas, económicas y sociales y las medidas que se prevean respecto a los trabajadores.¹⁸ Esta información deberá ser facilitada con un mes de antelación a la fecha de la junta general en la que se vaya a aprobar la operación.

¹⁶ art. 71.2 RD Modificaciones estructurales.

¹⁷ art. 58.2 RD Modificaciones estructurales.

¹⁸ art. 44 ET

En caso de que los trabajadores no deseen continuar tras el cambio de empresario, si se respeta la normativa expuesta, será considerado como una baja voluntaria, dado que mantienen las condiciones que tenían. Sin embargo, en caso de que las nuevas condiciones de trabajo propuestas supongan una modificación sustancial de las condiciones de trabajo, supondría una ruptura de la relación laboral imputable al empresario, que originaría el derecho a obtener indemnización.

En diferente posición se encuentran quienes prestan sus trabajo a la empresa como personal de dirección. Como fondo de inversión sin experiencia en el sector de la gestión portuaria, a Atlas Capital le interesa mantener al equipo directivo pues su permanencia puede ser clave para el éxito de la transacción una vez que se produzca la salida de Estrella del Mar.

El Tribunal Supremo¹⁹ se ha pronunciado al respecto de la cuestión de si la sucesión empresarial también comporta en relación con los altos directivos, al igual que sucede con los trabajadores ordinarios, el respeto a las condiciones de trabajo de las que gozaban con anterioridad a la misma, dictaminando a favor de esta cuestión, argumentando que si el RD 1382/1985 otorga al alto directivo la posibilidad de resolver su contrato en el término de los tres meses siguientes a la sucesión empresarial es porque el contrato persiste en sus propios términos.

Por ello, es una decisión que, en el fondo, corresponde al alto directivo, pues la modificación estructural producida le faculta para extinguir su contrato de trabajo con derecho a la indemnización.²⁰ Así, conviene incluir en el contrato de compraventa una condición suspensiva que establezca que el equipo de dirección con facultades en gestión permanecerá tras la escisión o, al menos, durante un período de tiempo que sea suficiente para asegurar la buena marcha de la empresa, independientemente de si desean permanecer a largo plazo. A este respecto se pactarán además obligaciones de no competencia, que se analizarán con más detalle en el apartado 4 del presente dictamen.

Finalmente, hay que tener en consideración el contrato de arrendamiento que tiene Estrella del Mar con Barcos Anton, S.L., por el que le presta su flota de remolcadores, esencial para poder realizar las labores de guía y, por tanto, también es crucial contar con él tras la adquisición. A este respecto, será necesario recabar información sobre si el mencionado

¹⁹ Auto TS, Sala cuarta de lo social, 19 sep. 2023, que recoge la doctrina contenida en la STS de 27 de septiembre de 2011 (Recud. 4146/2010)

²⁰ art. 10.3 RD 1382/1985

contrato contiene una cláusula de cambio de control. Es frecuente introducir este tipo de cláusulas cuando el contrato se celebra basándose en la existencia de una relación de mutua confianza entre las partes y pueden contener una resolución anticipada del contrato en caso de que haya un cambio de control en una de las sociedades que lo ha suscrito. Por ello, para asegurar que el contrato seguirá teniendo validez plena hay que asegurarse de que no se haya introducido una cláusula de estas características y, en caso de que sí se haya hecho, recabar el consentimiento expreso de Barcos Antón para continuar con el mismo.

D) Fusión entre Estrella Gestión Puertos y Andalusia Harbors.

Finalmente, una vez adquirida Estrella Gestión Puertos por Atlas Capital, se completará la última modificación estructural: la fusión que integrará Estrella Gestión Puertos y Andalusia Harbors. Con el fin de agilizar el procedimiento, lo más conveniente será que Estrella Gestión Puertos, por su dilatada experiencia en el sector, tamaño y aglutinamiento de concesiones administrativas españolas y extranjeras, absorba Andalusia Harbors. Nuevamente, se tratará de una fusión sujeta a la simplificación anteriormente mencionada, pues ambas sociedades serán propiedad en el momento de la operación de Atlas Capital por lo que, de nuevo, podrán reducirse en el tiempo los costes comúnmente asociados a una operación de fusión.

2.2. Repercusión en el contrato de compraventa.

Hay ciertos aspectos, en relación con la reorganización societaria que, para asegurar el éxito de la adquisición, deben ser tenidos en consideración en el clausulado del contrato de compraventa. A este respecto, se recomienda lo siguiente:

En primer lugar, se establecerá una cláusula suspensiva que supedita la compraventa a que se haga efectiva la reorganización societaria. A pesar de la propuesta que se presente a Estrella del Mar, se dejará cierto margen de libertad, siempre que se cumpla el requisito de que Estrella Gestión aglutine la gestión portuaria y no se prolongue la reorganización de una forma injustificada en el tiempo.

Asimismo, la gestión portuaria es un negocio en el que cobra especial importancia el sector público, pues son las administraciones quienes otorgan las concesiones portuarias que permiten operar en los puertos. Sin la obtención de esta autorización, no se puede realizar la

actividad, por lo que conviene incluir en el contrato una condición suspensiva que supedita la compraventa a la autorización de las concesiones portuarias. Habiéndose detectado tras la DD hechos que hacen sospechar que se perderá la concesión sobre el puerto de Santander, solo se supeditará el contrato a la obtención del resto de las autorizaciones pero modulando el precio acorde a esta circunstancia.

En relación con esto, en España es posible transmitir las concesiones portuarias pero el principal riesgo que se corre es que en aquellos supuestos en que la transmisión se realice por actos inter vivos, la Autoridad Portuaria tiene un derecho de adquisición preferente, pudiendo ejercitar el tanteo o el retracto en el plazo de tres meses desde que fuese informada de las condiciones de la transmisión o desde que tuviese conocimiento de ésta.

Si este derecho no se ejercita, la transmisión de la concesión debe ser autorizada por el Consejo de Administración de la Autoridad Portuaria, estando sujeta al cumplimiento de los siguientes requisitos: (i) el concesionario transmitente ha de estar al corriente en el cumplimiento de la concesión; (ii) el adquirente debe cumplir con los requisitos exigidos para llevar a cabo la actividad objeto de la concesión; (iii) deben haber transcurrido, al menos, dos años desde el otorgamiento de la concesión (excepcionalmente, puede autorizarse la transmisión aun cuando no haya transcurrido este plazo) y, (iv) la transmisión no conlleve una situación de dominio que pueda afectar a la competencia, dentro del correspondiente puerto. En relación con el último requisito, no se autorizará si el adquirente (a) es titular, en el mismo puerto, de una concesión que tenga igual objeto (o tenga una participación de control, directa o indirecta, en una concesionaria que explote una concesión de igual objeto) y, (b) tiene ya una posición de dominio en el puerto, respecto de la actividad objeto de la concesión, o puede llegar a tenerla como consecuencia de la transmisión.²¹

Por otro lado, se debe tener en cuenta que durante el período entre la firma y el cierre el vendedor seguirá gestionando la empresa, por lo que es conveniente pactar reglas que aseguren que se seguirá gestionando con la debida diligencia, de forma tal que no se pierda su valor.

²¹ art. 92.2 RD Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante.

3. PROCEDIMIENTOS JUDICIALES EN CURSO

En este apartado se analiza qué medidas deben adoptarse en el contrato de compraventa en relación con el litigio judicial en el que Generali Seguros reclama 36.000€, así como los profesionales que deberán intervenir y los honorarios a percibir por los mismos.

3.1 Protección ante litigios pendientes:

Durante la realización de la DD, únicamente se ha detectado como contingencia en relación con litigios pendientes, la reclamación de la compañía aseguradora. Teniendo en cuenta la magnitud de la operación, es buena señal que únicamente se haya encontrado este proceso en curso, pues es un indicativo de que la conflictividad asociada a la empresa es baja.

En primer lugar hay que conocer toda la información posible sobre lo sucedido, tratando de averiguar si Estrella del Mar tiene probabilidad de éxito en el litigio o si, por el contrario, es altamente probable que se materialice la obligación de pagar la indemnización. Además, es importante tener en cuenta que, en caso de que el resultado sea negativo, podrían sumarse a los 36.000€ iniciales una cantidad superior derivada de los intereses, las costas y el pago a los abogados y otros profesionales que deben intervenir.

Teniendo en cuenta el tiempo comúnmente asociado a los procedimientos judiciales, descartaría incluir una cláusula de ajuste de precio, debido a que el resultado del litigio se conocerá mucho tiempo después de haberse completado la compraventa, más aún teniendo en cuenta que por la cuantía del pleito podrían haber recursos contra la sentencia inicial, dilatando el procedimiento aún más en el tiempo. En su lugar, sería preferible decantarse por otras opciones:

A) Valoración de la posibilidad de que los daños estén cubiertos por el seguro:

Primero, dado que es una reclamación de responsabilidad que surge de un incidente con la maquinaria y en el que, en principio, no parece haber dolo o negligencia por parte de los trabajadores de Estrella del Mar, es altamente probable que la sociedad cuente también con un seguro que cubra este tipo de contingencias, por lo que habría que consultar si los daños pueden estar cubiertos por el mismo, atendiendo al importe asegurado. Para ello, habría que solicitar toda la documentación disponible al respecto.

La utilización laboral de grúas supone un gran riesgo, debido a su altura y peso. En caso de que se cuente con un seguro de responsabilidad civil para grúas, las empresas aseguradoras se harán cargo de la responsabilidad civil del asegurado como resultado de los daños que se puedan producir de forma involuntaria a terceras personas por la actividad de la grúa.

En caso de cobertura, puede pactarse que la parte compradora se subroga en el derecho de la parte vendedora a cobrar la indemnización, para lo que esta última debe haber adoptado previamente - como parte beneficiaria - las medidas razonablemente necesarias para ser indemnizada conforme a dicha póliza: pago de las primas, comunicación del siniestro en el tiempo procedente... Pero habrá que incluir que subsista el derecho del comprador de reclamar por la parte del daño indemnizable, en caso de que la haya, que no haya sido cubierto o efectivamente indemnizado por la entidad aseguradora.

B) Inclusión de un *escrow* o depósito en garantía

En caso de que Estrella del Mar deba responder personalmente por el daño, podría ser conveniente un *escrow* o depósito de garantía, consistente en que un tercero retendrá los fondos designados y posteriormente, en el momento establecido, que coincidirá con aquel en que se sepa el resultado del pleito, los distribuirá según lo acordado. Esta última opción sería preferible porque las partes tienen la garantía de que los fondos se distribuirán según lo establecido en el contrato, lo que evitaría posibles reclamaciones futuras al respecto y también es más beneficioso para el vendedor porque, en caso de que se ajuste el precio, perdería el dinero si finalmente el resultado del pleito es favorable. Habrá que tener en cuenta que quien gestiona el *escrow* será otro profesional más a intervenir y tendrá que tener su correspondiente remuneración.

En ambos casos, para evitar posteriores litigios al respecto, será conveniente incluir en el contrato quién pagará los profesionales que ya han intervenido o que intervendrán posteriormente, interesando a esta parte que lo haga el vendedor.

Por último, la detección de esta contingencia en la DD, hace necesario considerar aspectos relacionados con los seguros en el contrato de compraventa, siendo posible incluir en las R&W una serie de declaraciones por parte del vendedor que aseguren que:

(i) Las sociedades del grupo Estrella mantienen en vigor las pólizas de seguro suscritas en relación con la actividad de gestión y que los riesgos del negocio están razonablemente cubiertos por dichas pólizas.

(ii) Las sociedades del grupo Estrella están al corriente en el pago de las primas correspondientes a los contratos de seguro suscritos por ellas y ninguna compañía de seguros ha notificado a las sociedades del grupo la terminación o no renovación de cualquiera de los contratos de seguro suscritos por ellas, el aumento de sus franquicias o primas, o la reducción de sus coberturas.

(iii) Las pólizas de seguro suscritas por las sociedades del grupo Estrella no podrán ser rescindidas por las entidades aseguradoras, ni éstas tendrán derecho a aumentar el coste de las mismas, debido a un cambio de control en las sociedades del grupo.

3.2 Profesionales a intervenir y honorarios.

Debido a que la cuantía del litigio asciende a 36.000€, es obligatorio la intervención de abogado²² y procurador²³, pues es preceptiva la actuación de ambos profesionales cuando la reclamación objeto de la demanda es superior a 2.000€. Para garantizar el éxito del procedimiento, sería conveniente encomendar la defensa letrada a un abogado especializado en seguros, lo que podría encarecer la cuantía de los honorarios.

Tras pedir presupuesto a un abogado idóneo para ello, este ha presentado una hoja de encargo, indicando que sus servicios consistirán en la defensa letrada en primera instancia en el procedimiento contra Generali Seguros, estableciendo un total de 2.100€, a los que habrá que sumar el IVA correspondiente. El abogado nos ha indicado que también ofrece la posibilidad de realizar una minutación por horas, pero se ha considerado más conveniente que el precio sea fijo.

Respecto a esta cantidad, el cliente deberá tener en cuenta que comprende la intervención inicial en el litigio y no incluye otros servicios profesionales que se puedan derivar del inicialmente encargado (como pudiera ser el caso de peritos especializados en la materia) ni las incidencias o recursos que pudieran plantearse, incluso dentro de la primera instancia. De igual forma, tampoco se incluyen las costas. Al importe mencionado se habrá de sumar, si así se estima, lo que corresponda por concepto de pago de procurador, tasas...

²² art. 31 LEC

²³ art. 23 LEC

Por último, los aranceles del procurador, tratándose de un procedimiento ordinario de una cuantía de 36.0000€, y según los importes fijados por la ley, serán de 714€.²⁴

4. CLÁUSULA DE NO COMPETENCIA

A Atlas Capital le interesa establecer un compromiso de no competencia durante 5 años para la región del mediterráneo por parte de Estrella del Mar, en relación con la actividad de gestión portuaria. Las limitaciones de competencia en el mercado son coherentes, pues es la única forma de proteger los intereses de Atlas Capital, evitando que la parte compradora, tras la venta de la sociedad, cree una nueva empresa idéntica a la que se ha vendido. Si se compete en contra de las exigencias de la buena fe, el daño que se puede causar a la sociedad es irreparable y, además, el pacto de no competencia puede ser algo determinante para que la parte compradora se incline a celebrar el contrato. La cuestión es determinar si una cláusula de tal extensión puede ser válida.

En primer lugar reseñar que, aunque no se pacte nada expresamente al respecto, la no competencia en relación con la parte vendedora sería obligatoria durante un período de tiempo razonable, pues así lo dictan las exigencias de la buena fe.²⁵

Además, en este sentido, la STS de 9 de mayo de 2016 recoge la doctrina acerca del deber del vendedor de no hacer competencia a la sociedad vendida tras la celebración del contrato, imponiendo dos tipos de obligaciones:

“1ª) De una parte, una obligación de hacer, cual es el deber de comunicar al comprador los conocimientos e informaciones relativos a los procedimientos técnicos de producción y a las estructuras, sistemas y relaciones que configuran la organización comercial de la empresa, tales como los sistemas de ventas, las listas de clientes y proveedores, las estrategias comerciales en el mercado, las redes de distribución y comercialización, etc.

2ª) Y de otra, una obligación de no hacer. Esto es, la obligación de abstenerse de llevar a cabo una actividad competitiva con la actividad de la empresa enajenada. El objetivo de esta obligación de no hacer no es otro que evitar que el vendedor sustraiga, retenga la clientela

²⁴ RD 434/2024, de 30 de abril, por el que se aprueba el arancel de derechos de los profesionales de la procura.

²⁵ art. 1258 CC

adquirida, u dificulte la generación de nueva clientela que la empresa transmitida está habilitada para generar en el momento de la transmisión”.

Al margen de esto, para lograr mayor seguridad jurídica, podría ser conveniente incluir una cláusula de no competencia. Estas cláusulas pueden desplegarse tanto en el plano mercantil como en el laboral.

La no competencia en relación con los trabajadores de la empresa está amparada por la legislación laboral²⁶ refiriéndose esta a la competencia post-contractual. Esto deberá responder a un interés legítimo; no podrá durar más de 2 años en caso de técnicos ni más de 6 meses en el caso del resto de empleados; y debe estar remunerada adecuadamente - como si se tratara de un salario de inactividad durante el tiempo que dura la restricción de competencia - ya sea mensualmente o, más habitualmente, una vez finalizada la relación laboral.

Más conveniente para los intereses de Atlas Capital, sería la cláusula de no competencia en el plano mercantil, que versa en torno a la protección del fondo de comercio o *goodwill*. En el contrato de compraventa se va a fijar un precio en el que, más allá del patrimonio neto de la empresa adquirido, se va a incluir como plus la capacidad que sus activos tienen de generar valor, valor que se perdería en caso de que el vendedor no haya tenido una intención real de transmitir el fondo de comercio, y esto será lo que trataremos de proteger con la adhesión de la mencionada cláusula.

Las cláusulas de competencia se pueden incluir en los acuerdos de compraventa de empresas, sin embargo, el Tribunal Supremo supedita su validez a que se cumplan determinados requisitos:

Primero, debe haber un interés industrial o comercial por parte del empresario. Esto es fácilmente demostrable pues la parte vendedora tiene acceso al fondo de comercio de la compañía, al know-how, a las personas que conforman las plantillas, puede ser conocedora de secretos industriales... y, en caso de que se haga uso de esto, se pondría en riesgo el buen fin de la operación.

Respecto a la duración, no hay una regulación expresa sobre ello, pero la jurisprudencia mayoritaria establece un período máximo de 2 años, pudiendo ser mayor si hay justa causa para proteger al comprador. Asimismo, atendiendo al derecho comunitario (Comunicación

²⁶ 21.2 ET

2005/C56/03) su fijación está justificada durante un máximo de 3 años si la cesión operada por la compraventa incluye la transferencia de la clientela y el fondo de comercio y sólo 2 años si únicamente se incluye el fondo de comercio. Por tanto, lo que es claro atendiendo a lo dictaminado por los tribunales es que 5 años es un período de tiempo excesivo y lo más conveniente es fijar un período de tiempo menor.

Además, debe de haber compensación por parte del comprador, cuya cuantía será en función del ámbito espacial, funcional y temporal. A este respecto tampoco convendría fijar una cláusula demasiado amplia pues, al ser alta la cuantía económica que habría de fijarse, se podrían generar pérdidas económicas. En este caso de compraventa de empresa, la remuneración de abstención de competencia, se entenderá remunerada en el precio de compra final.

Por tanto, por lo expuesto, es posible insertar una cláusula de no competencia pero ciñéndonos a que su duración, ámbito geográfico y contenido sea razonablemente útil y conveniente para garantizar que el valor de la transmisión no se vea deteriorado por la actuación del transmitente. Por ello, sería conveniente realizar un estudio de mercado que permita especificar más el ámbito geográfico y señalar con mayor detalle las zonas de la región del mediterráneo que quieran excluirse y, en el mismo sentido, pactar un período de tiempo más corto, de entre 2 y 3 años, que sería más que suficiente para que la nueva empresa se consolide y se posicione en el mercado. Además, es necesario atender a estos criterios y que la cláusula sea proporcional pues de esta manera se evita el riesgo de que la cláusula acabe por ser declarada nula por excesiva, asegurándonos así de que se cumpla la no competencia durante el tiempo y en los lugares que realmente son prioritarios para lograr que Atlas Capital consiga su fin.

Además, en caso de incumplimiento de lo pactado, para determinar responsabilidades, se puede incluir en concepto de cláusula penal, un porcentaje en referencia al precio de la compraventa percibido por el vendedor, así como la obligación de cesar en la conducta anticompetitiva.

Por otro lado, es necesario tener en cuenta - y protegerse frente a ello - que hay otras conductas en materia de competencia que la parte compradora puede llevar a cabo sin estar estrictamente relacionadas con la creación de un negocio similar al de gestión de puertos pero que son igualmente perjudiciales, como puede ser la captación de antiguos empleados para que lleven a cabo funciones similares en su negocio dedicado al transporte de mercancías.

Así pues, se recomienda pactar un tiempo durante el que Estrella del Mar se abstenga de ofrecer empleo o cualquier otro tipo de relación contractual, directa o indirectamente, a los empleados o directivos de la nueva sociedad.

Lo mencionado anteriormente puede ocurrir de forma similar con proveedores, clientes, suministradores... por lo que también sería conveniente pactar un período de tiempo en el que los vendedores se abstengan de inducirles para que abandonen o modifiquen las relaciones contractuales con la sociedad adquirida. En cualquier caso, resaltar que esta cláusula puede generar responsabilidad por incumplimiento de los firmantes de la misma, pero no son ejecutables frente a la clientela, que tiene el derecho de contratar libremente con quien considere más conveniente.

5. NOTIFICACIÓN A LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA PARA OBTENER AUTORIZACIÓN PREVIA.

El fin último que Atlas Capital pretende conseguir con la adquisición de la división portuaria de Estrella del Mar es su fusión con Andalusia Harbors. La magnitud de ciertas fusiones, al reducir el número de competidores en el mercado, aumenta el riesgo de conseguir más poder en el mismo, de establecer barreras de entrada, de frenar la innovación... por lo que la LDC²⁷ controla las operaciones de concentraciones económicas que puedan suponer un riesgo para la competencia. En este apartado se analiza si se cumplen los requisitos para que la operación sea catalogada como concentración económica y, por tanto, se active la obligación de notificar a la CNMC y obtener su autorización previamente a la fusión.

Se produce una concentración económica, entre otros supuestos, cuando tiene lugar un cambio estable de control de la totalidad o parte de una o varias empresas como consecuencia de la fusión de dos o más empresas anteriormente independientes o la adquisición por una empresa del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas. Una vez verificado que esto se cumple, la obligación de notificar surge dependiendo de la magnitud de la operación, siendo necesario en los siguientes casos:

²⁷ art. 7 a 10 LDC

(i) Que como consecuencia de la concentración se adquiriera o se incremente una cuota igual o superior al 30% del mercado relevante del producto o servicio en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo.

(ii) 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 al menos dos de los partícipes realicen individualmente en España un volumen de negocios superior a 60 millones de euros.

Así, sumado al hecho de que se debe seguir este procedimiento porque la operación no tiene dimensión comunitaria²⁸, habrá que atender cuál será la cuota de mercado resultante de la operación y el volumen de negocios y, si se sobrepasan los umbrales indicados por alguno de estos conceptos, notificar la operación. En caso de que no haya seguridad sobre si una operación constituye concentración económica y si por tanto debe ser notificada se puede formular una consulta al respecto a la CNMC.

Se debe tener en cuenta que las notificaciones de las operaciones de concentración a la CNMC están sujetas al pago de una tasa por el análisis y el estudio de estas operaciones. Si se trata de una operación abreviada, que son aquellas para las que es necesario autorización pero que a priori no afecten significativamente a la competencia, se deben pagar 1.576,51€, si es ordinaria se calculará en base a la cifra de negocios de las empresas según lo establecido en el Anexo de la Ley 3/2021.

La influencia de este trámite en el proceso de fusión radica en que si es necesario llevarlo a cabo la consumación de la operación se dilatará en el tiempo pues la preceptiva notificación tiene como consecuencia que las operaciones de concentración que deben comunicarse a la CNMC, en general, deben suspender su ejecución hasta obtener autorización.

Es necesario evitar lo que se conoce como “*gun-jumping*” que es llevar a cabo la ejecución de una operación sujeta a concentración sin haberla notificado previamente a la autoridad de la competencia correspondiente o haberla notificado pero ejecutándola con anterioridad a la obtención de la correspondiente autorización. Por ello, es importante notificar a la CNMC si se dan los requisitos para ello, pues de lo contrario se podría estar cometiendo una infracción que acarrearía el abono de una multa.

²⁸ art. 1.2 y 1.3 Reglamento (CE) n° 139/2004 del Consejo, de 20 de enero, sobre el control de las concentraciones entre empresas

A modo de ejemplo de las consecuencias que esto podría tener, en julio de 2013 la CNC en el marco de una operación de concentración entre France Telecom España (actualmente Orange) en la que se adquirió el control exclusivo sobre Simyo sin notificar a la autoridad de la competencia, se acabó imponiendo una multa de 61.600€ por una infracción grave consistente en *gun-jumping*.

6. CONCLUSIONES

Por último, se exponen brevemente las conclusiones a las que se ha llegado con la realización del siguiente dictamen.

1º EXPEDIENTE SANCIONADOR DE LA CNMC:

En relación con la contingencia relacionada con el Derecho de la Competencia, existe un riesgo alto de que haya indicios suficientes que finalicen con un expediente sancionador contra Estrella del Mar, cuyos efectos pueden mitigarse si la sociedad se acoge al procedimiento de clemencia, interesando a Atlas Capital principalmente que no se impongan prohibiciones de contratar con el sector público que le afecten posteriormente. Por otro lado, es altamente probable que la concesión sobre el puerto de Santander acabe por ser declarada nula, interesando a Atlas Capital celebrar igualmente la compraventa, pero reflejando en el precio final la pérdida de valor que supone reducir el ámbito geográfico sobre el que puede operar. Finalmente, hay cierta inseguridad sobre el alcance de las prácticas competitivas. Así, respecto a lo ya detectado, es conveniente reflejarlo en el contrato a través de las *specific indemnities*, que aseguran que el vendedor cubrirá el riesgo si la contingencia se materializa tras el cierre de la operación. Finalmente, para mitigar el riesgo sobre lo no conocido, la parte vendedora declarará, a través de las R&W que se encuentra en pleno cumplimiento de la legislación, haciendo especial hincapié en el cumplimiento del Derecho de la Competencia.

2º REORGANIZACIÓN SOCIETARIA:

Se realiza un plan de reorganización societaria que se presentará a Estrella del Mar y tras el que el grupo Estrella aglutinará toda la actividad relacionada con la gestión en Estrella Gestión Puertos. Se sugiere que la división de puertos de Estrella del Mar se traspase a esta última mediante una escisión parcial, mientras que la actividad relativa a Marruecos se haga

mediante una fusión entre sociedades hermanas entre Estrella Gestión Puertos y Estrella Marruecos. Las operaciones reseñadas, por las características inherentes a las mismas, se realizarán de forma simplificada. Como consecuencia de las modificaciones estructurales la actividad quedará dividida en transporte de mercancías, que estará conformada por Estrella del Mar y Estrella Mercancías y en gestión, reunida en Estrella Gestión Puertos, que será finalmente adquirida por Atlas Capital para su fusión con Andalusia Harbors. Se condicionará el negocio de compraventa a que la reorganización se haga efectiva, pero dejando cierto margen de libertad a Estrella, siempre que cumpla con el objetivo de reunir toda la actividad referente a la gestión en Estrella Gestión Puertos y no se dilate injustificadamente la operación en el tiempo.

3º PROCEDIMIENTO JUDICIAL EN CURSO

Tras el análisis en la DD de los procedimientos judiciales en curso se detectó que la conflictividad asociada a la empresa es baja. A pesar de ello, interesa cubrir los riesgos del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros, para lo que se constituirá un depósito en garantía en el que Estrella del Mar deposite una cantidad suficiente de dinero que permita cubrir los costes asociados al litigio (reclamación, honorarios, intereses y costas) que se distribuirá entre las partes de la compraventa una vez conocido el resultado del pleito.

4º OBLIGACIONES DE NO COMPETENCIA

Atlas Capital tiene un legítimo interés en que, una vez adquirida la división de gestión portuaria, Estrella del Mar no realice actividades que compitan con la misma. A pesar de que las exigencias de la buena fe, limitan a Estrella del Mar esta posibilidad durante un período de tiempo razonable, conviene introducir una cláusula de no competencia en la que expresamente se haga mención a ello. Pese a que el interés de Atlas Capital era pactar una duración de 5 años en toda la región del mediterráneo, se recomienda limitar la duración temporal y la extensión geográfica, en aras de evitar que la cláusula sea declarada abusiva y se pierda la posibilidad de que despliegue efectos.

5º NOTIFICACIÓN A LA CNMC DE CONCENTRACIÓN ECONÓMICA

Se advierte que se deberá verificar, atendiendo a datos que no se han facilitado, si la operación cumple con los requisitos para ser calificada como “concentración económica”, siendo obligatorio en caso afirmativo obtener la autorización de la CNMC previamente a completar la fusión entre Estrella Gestión Puertos y Andalusia Harbors.

PARTE II

El objeto del siguiente dictamen es dar respuesta a las cuestiones planteadas por la sociedad Estrella del Mar en varias operaciones que tienen como fin la expansión de la sociedad. Al explorar la toma de participaciones en la sociedad cotizada OceanShip S.A. surgen negociaciones para llevar a cabo una fusión entre ambas. Durante este proceso se originan conflictos por oposición de los accionistas minoritarios de Estrella del Mar, que deberán ser resueltos para lograr el buen fin de la operación.

Antecedentes de hecho:

OceanShip S.A. es una sociedad cotizada española dedicada al sector de transporte de mercancías entre los principales puertos del mar mediterráneo. El capital social de Oceanship pertenece en un 3,5% a una sociedad patrimonial constituida por la familia Machado. A Estrella del Mar le interesa tomar una participación minoritaria en Oceanship del 29,7%, siendo esta una operación impulsada por la familia Machado, que posee a su vez un 88% de las acciones de Estrella del Mar.

El Consejo de OceanShip prevé lanzar un programa de recompra de acciones en los próximos meses que podría afectar hasta un 1% del capital social actualmente en circulación, lo que podría tener consecuencias respecto a la obligación de lanzar una OPA.

Por otro lado, se está planteando la posibilidad de aunar los negocios de ambas sociedades, a través de una fusión por absorción de OceanShip a Estrella del Mar a través de la cual, teniendo en cuenta el valor de cada una de ellas, la Familia Machado acabaría controlando aproximadamente el 57% de sociedad resultante.

Tiempo después de que se aprobara el acuerdo fusión de OceanShip con Estrella del Mar, la familia Machado recibe una notificación en la que la familia Azcona anuncia acciones legales como consecuencia de la aprobación de la fusión sin su voto, con las que solicitará la anulación del acuerdo de fusión y una reclamación por daños. Asimismo, alegan que la familia Machado tiene conflicto de interés por tener un consejero dominical en Oceanship y que la operación no tiene justificación económica para Estrella del Mar, sino que responde únicamente al interés de la familia Machado por tomar el control de Oceanship y diluir a la familia Azcona.

Lo sucedido tiene como antecedentes un pacto de accionistas entre la familia Machado, titular del 88% del capital social de Estrella del Mar, y la familia Azcona, que posee el 12% restante del capital. Dicho pacto data de 1987 y en se establecía que para la aprobación de cualquier modificación estructural sería necesario el voto a favor de la familia Azcona. Los Estatutos Sociales fueron modificados a partir de entonces en sucesivas ocasiones, sin que traten expresamente este derecho, pero el pacto de accionistas nunca ha sido modificado.

La familia Azcona no acudió a la junta general en la que se votó la fusión por desavenencias sobre la misma, las cuales fueron expresadas - y constan en acta - por el consejero delegado designado por la familia dentro del Consejo de Estrella del Mar.

Cuestiones planteadas:

De acuerdo con los antecedentes de hecho expuestos, se plantean las siguientes cuestiones jurídicas:

1. Posibilidad de articular la compraventa de las acciones de OceanShip sin que surja la obligación de lanzar una OPA.
2. Consecuencias para la compraventa del posible programa de recompra de acciones lanzado por el Consejo de OceanShip.
3. Calendario y pasos para realizar la fusión.
4. Repercusión de las acciones legales interpuestas por la familia Azcona y posible impacto en la fusión.

1. COMPRAVENTA DE ACCIONES DE OCEANSHIP EVITANDO LANZAR OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN.

Las OPAs son procedimientos que resultan de aplicación en el contexto de la adquisición del control de sociedades cotizadas por parte de personas físicas o jurídicas. Son operaciones en las que una o varias personas físicas o jurídicas ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio.

La OPA funciona de tal forma que los accionistas pueden elegir si acudir a la misma o no. Ante su lanzamiento se despliegan tres opciones para los accionistas: No acudir a la OPA y mantener las acciones en cartera, aceptar la oferta o no aceptar la oferta y vender las acciones en el mercado.

Una vez que transcurre el plazo de la oferta, si las aceptaciones superan el mínimo exigido se venden a la empresa que ha realizado la OPA, prorrateándose en caso de que las aceptaciones superen el máximo solicitado. En caso contrario, si las ofertas no llegan al mínimo, se puede anular la OPA.

Hay algunos motivos por los cuales es mejor evitar lanzar la OPA, entre los que destacan:

En primer lugar, ahorrarse los costes inherentes al procedimiento. El proceso por el cual se lleva a cabo la OPA es largo, tanto a nivel de medios económicos por los profesionales que deben intervenir, como a nivel temporal, pues se debe cumplir un calendario en el que hay plazos de obligado cumplimiento.

Otro aspecto a considerar es que se corre el riesgo de que se produzca un encarecimiento del precio de las acciones que se pretenden adquirir. El anuncio de la OPA provoca generalmente que el precio de las acciones se incremente debido a la demanda esperada y a la expectativa de una posible prima sobre el precio del mercado actual.

Además, puede frustrarse la operación que se pretende pues la publicidad que se da a la OPA puede generar reacciones por parte de competidores que pueden estar interesados en lanzar OPAs rivales y también por parte de los actuales accionistas de la compañía, que pueden tratar de obstaculizar que se produzca la adquisición. Aunque en general es más beneficioso para los accionistas, pues les permite negociar en condiciones de igualdad, no se puede saber con exactitud qué postura tomarán, no habiendo garantías sobre si la oferta será aceptada por una cantidad de accionistas suficiente que posibilite adquirir el control.

Por último, también se corren riesgos derivados de obligaciones regulatorias, pues las autoridades de competencia tienen potestad de bloquear la OPA si determinan que afecta a la libre competencia del mercado.

Todos estos motivos hacen que a Estrella del Mar, en aras de posibilitar la compra de las acciones de una forma más barata y ágil, le sea más conveniente evitar lanzar la OPA. Por

ello, en primer lugar se expondrá cuando surge la obligación y posteriormente se analizará cómo formular la compraventa velando por los intereses de Estrella del Mar.

La legislación referente al mercado de valores²⁹ obliga a formular una OPA cuando se alcance el control de una sociedad cotizada. Uno de los supuestos en los que se consigue tal control es con la adquisición de un porcentaje de acciones que permita tener poder de decisión. Pero, ¿qué se entiende por control? Una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%.³⁰

Teniendo esto en cuenta, tomar el 29,7% de la sociedad no desplegará de forma automática la obligación de lanzar OPA. Sin embargo, debemos considerar el factor adicional de que la Familia Machado, como accionista de control de Estrella del Mar, ya tiene una participación del 3,5% en OceanShip y, dado que son entidades indirectamente vinculadas, legalmente se han de tener en cuenta ambos porcentajes a efectos de determinar el control. Por ello, la participación final acabaría siendo del 33,2% y, por tanto, se activaría la obligación de lanzar OPA.

El mero hecho de que la adquisición se fragmente en varias sociedades no elude la obligación de OPA, pues el resultado al que se llega es el mismo, se obtiene el mismo poder de influencia si hay identidad entre los accionistas de control de ambas sociedades. Además, se puede presumir que hay un acuerdo tácito entre la sociedad patrimonial y Estrella del Mar que califique la actuación como concierto para obtener el control de la compañía afectada y hay que tener en cuenta que para el cálculo del umbral del 30% se atribuye al oferente los votos de cualquier persona que actúe de forma concertada con ella.³¹

Habida cuenta todo lo anterior, en caso de que no se desee lanzar OPA, con las condiciones actualmente mencionadas y teniendo en cuenta el 3,5% que ya se posee- indirectamente - del capital social, habrá que adquirir un porcentaje inferior al 26,4%.

Por el contrario, si se da un escenario que implique que Estrella del Mar supere el 30%, la compraventa sólo podría articularse bajo las siguientes condiciones:

²⁹ art. 3.1 a) RD OPAs

³⁰ art. 4.1 a) RD OPAs

³¹ 5.1 b) RD de OPAs

Primero, lanzando una OPA que será, siguiendo la regla general, sobre el 100% del capital restante de OceanShip, ofreciendo un precio equitativo a los accionistas, que suele basarse en el precio más alto que el adquirente haya pagado en los últimos 12 meses por las acciones. El plazo que se dispone para ello es tan pronto como sea posible pero en todo caso en 1 mes desde que se alcance el control.³²

Además, hay que tener en cuenta los inconvenientes mencionados inicialmente, destacando que la operación se dilatará en tiempo porque la OPA ha de ser aprobada por la CNMV y seguir el procedimiento reglamentario, que incluye la publicación de un folleto explicativo y el cumplimiento de ciertos plazos establecidos en la legislación.

2. IMPLICACIONES DEL PROGRAMA DE RECOMPRA DE ACCIONES:

El Consejo de OceanShip pretende lanzar un programa de recompra de acciones en los próximos meses, lo que obligaría a replantear cuál es el porcentaje de Oceanship que se pretende adquirir, siguiendo en la línea de evitar lanzar una OPA. Se expondrá qué es un programa de recompra, cuáles son sus implicaciones en el capital social y, finalmente, se establecerá un nuevo porcentaje acorde con los intereses de Estrella del Mar.

El programa de recompra de acciones es un método con el que cuentan las sociedades cotizadas para remunerar a sus accionistas mediante la distribución de parte de sus beneficios. Consiste en que la misma sociedad compra en el mercado sus propias acciones para, posteriormente, reducir el capital social mediante la amortización o eliminación de las acciones recompradas.

Si esto se lleva a cabo se generan grandes ventajas para los accionistas porque provoca que se incremente el precio de las acciones puesto que el valor de la empresa es el mismo, pero con menos acciones entre las que repartirlo. Por este motivo, también se incrementa el beneficio que reporta cada acción, participando de una forma mayor el accionista en los beneficios de la empresa.

En el presente caso, la recompra que pretende llevar a cabo el Consejo podría afectar hasta un 1% del capital actualmente en circulación. En caso de que finalmente esta operación se lleve

³² 3.2 RD de OPAs

a cabo, el número de acciones en circulación disminuirá por lo que, el número de las mismas correspondientes a Estrella del Mar y, por tanto, su porcentaje de participación, de igual forma que las del resto de accionistas, aumentarán de forma automática. De esta forma, si el porcentaje supera el 30% estará igualmente obligada a lanzar una OPA.

Así las cosas, teniendo en cuenta que la recompra llegue a materializarse y el porcentaje de acciones que ya corresponde a la familia Machado, Estrella del Mar podría comprar hasta un 26,2% del capital de OceanShip, para mantenerse justo en el límite del 30%.³³ Si se quiere evitar la OPA, lo más aconsejable es ceñirse a este porcentaje, pues de esta forma el control que se adquiere sobre OceanShip es igualmente significativo, adquiriendo un considerable poder de decisión.

3. FUSIÓN POR ABSORCIÓN DE OCEANSHIP A ESTRELLA DEL MAR:

Las operaciones de fusión culminan tras completar varias etapas, dándose en primer lugar las fases de planificación y negociación, en las que las sociedades involucradas deben fijar los términos y condiciones de la misma. A partir de ese momento, se pasará al plano societario, destacando la aprobación por los órganos de gobierno y de los accionistas de las empresas involucradas, además de las comunicaciones a las autoridades competentes y las obligaciones registrales. Por último, se ejecutará la fusión, llevando a cabo la transferencia de activos y pasivos, la integración de operaciones y de las estructuras organizativas. Asimismo, dado que una de las sociedades a fusionar se trata de una sociedad cotizada, será importante atender a la regulación propia del mercado de valores.

En este caso, es claro que es la sociedad cotizada la que debe absorber a la anónima, pues además de tener mayor tamaño y solidez financiera, cuenta con una serie de ventajas derivadas de la cotización bursátil que se desean mantener una vez completada la fusión y que, en el fondo, son el fin de la misma.

³³ % adquirido tras resolver la ecuación: $3,5\% + X = 30\% \times 99\%$, en la que 3,5 es el % de la familia machado; X el % de Estrella del Mar antes de la recompra; 30 el % que no deseamos sobrepasar y 99 el capital de OceanShip tras la recompra.

3.1 Pasos desde el punto de vista del Derecho Societario:

A continuación se pasa a explorar la posible fusión por absorción de OceanShip a Estrella del Mar. Por definición, las consecuencias de realizar una fusión por absorción serían que Estrella del Mar se extingue y su patrimonio se transmite mediante sucesión universal a OceanShip, quedando incluidos los derechos y obligaciones.³⁴ Ello conlleva que los socios y el patrimonio de Estrella del Mar se integrarán en Oceanship, que deberá de aumentar su capital para reflejar la integración producida. Durante este proceso es posible optar por la denominación de cualquiera de las dos sociedades participantes en la fusión, pudiendo ser más conveniente optar por “OceanShip” para preservar el reconocimiento de la marca, la confianza en el mercado o la reducción de trámites administrativos. Para realizar la operación será necesario seguir los siguientes pasos:

1º) Los administradores de cada una de las sociedades participantes de la fusión redactarán y suscribirán un proyecto común de fusión. Además, al ser sociedades anónimas, los administradores deberán solicitar en el Registro Mercantil el nombramiento de uno o varios expertos independientes que emitan informe sobre este proyecto común de fusión.³⁵

2º) Presentación del balance de fusión, pudiendo considerarse como tal en la sociedad anónima el último balance del ejercicio aprobado si ha sido cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión. En el caso de la sociedad cotizada puede sustituirse por el informe financiero semestral exigido por la legislación del mercado de valores, siempre que haya sido cerrado y hecho público en los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión.³⁶

3º) Los administradores deberán poner la información requerida por la ley en la página web de la sociedad, con el fin de que esté a disposición de socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales y de los representantes de los trabajadores.³⁷ Al ser Oceanship sociedad cotizada también se publicará la información en la web de la CNMV.

4º) Aprobación de la fusión por acuerdo de la junta general de cada una de las sociedades, ajustándose estrictamente al proyecto común de fusión, con los requisitos y formalidades

³⁴ art. 34 RD Modificaciones Estructurales

³⁵ arts.39 y 41 RD Modificaciones Estructurales

³⁶ art. 43 RD Modificaciones Estructurales

³⁷ art. 46 RD Modificaciones estructurales

establecidos en el régimen de sociedades que se fusionan.³⁸ Son los accionistas quienes deciden o no en última instancia si les interesa llevar a cabo la fusión.

5º Finalmente se elevará el acuerdo de fusión a escritura pública, a la cual se incorporará el balance de fusión correspondiente a Estrella del Mar y el informe financiero semestral de OceanShip por el que se sustituye el balance en caso de sociedades cotizadas. También se deberán incluir las acciones que van a ser atribuidas a los nuevos socios.³⁹ La fusión será eficaz cuando se inscriba la absorción en el Registro Mercantil competente⁴⁰.

ESTIMACIÓN DE CALENDARIO:

La siguiente tabla muestra un calendario aproximado de los hitos principales del proyecto de fusión:

<u>FECHA</u>	<u>FASES DEL PROCESO</u>
11/01/2025	<p>Reunión de los consejos de administración de las Sociedades Participantes para aprobar, entre otras cuestiones: (i) formular y suscribir el proyecto común de fusión por absorción de Estrella del Mar por parte de Oceanship; y (ii) solicitar el nombramiento de un único experto independiente.</p> <p>Inserción de la documentación legalmente requerida en la página web de las Sociedades Participantes (incluyendo el Proyecto de Fusión y el informe de los administradores sobre la Fusión destinado a los trabajadores)</p>
19/01/2025	<p>Solicitud al Registro Mercantil de Barcelona del nombramiento de un experto independiente para la elaboración de un único informe sobre el proyecto común de fusión.</p>

³⁸ art. 47 RD Modificaciones estructurales

³⁹ art. 50 RD Modificaciones estructurales

⁴⁰ art. 51 RD Modificaciones estructurales

25/01/2025	Aceptación del nombramiento por experto independiente nombrado por el Registro Mercantil de Barcelona.
24/02/2025	<p>Reunión de los Consejos de Administración de las Sociedades Participantes para: (i) formular los balances de fusión; (ii) formular el informe de los administradores sobre el proyecto común de fusión; (iii) convocar las juntas generales de accionistas que deban decidir sobre la Fusión y; (iv) aprobar las propuestas de acuerdos relativos a la misma.</p> <p>En el caso de Oceanship el consejo aprobará los informes de los administradores sobre los acuerdos de ampliación del capital y las modificaciones estatutarias que vayan a aprobarse en el contexto de la fusión.</p> <p>Publicación de las comunicaciones de otra información relevante por parte de las Sociedades Participantes.</p>
25/02/2025	Emisión del informe sobre el proyecto común de fusión por parte del experto independiente.
26/02/2025	Publicación de la convocatoria de las juntas generales de accionistas de las Sociedades Participantes
30/03/2025	Celebración de las juntas generales de accionistas de las Sociedades Participantes para aprobar los acuerdos relacionados con la Fusión
07/04/2025	Publicación del acuerdo de fusión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de gran circulación en Barcelona y Bilbao.
10/04/2025	Inscripción de la fusión en el Registro Mercantil de Barcelona

3.2 Especificaciones desde el punto de vista del Mercado de Valores:

A los pasos que se detallan anteriormente en relación con la fusión por absorción, hay que añadir algunas puntualizaciones desde el punto de vista del Mercado de Valores, entre los que destaca la posible obligación de lanzar una OPA.

Tras la ecuación de canje, los socios de Estrella del Mar pasarán a tener el control del 57% de la sociedad resultante de la fusión. Así las cosas, Estrella del Mar, adquiriría el control de la sociedad, por lo que cabría preguntarse nuevamente si hay obligación de lanzar una OPA. Este supuesto concreto, de adquisición de control como consecuencia de una fusión, puede excluir la obligación de lanzar OPA si se cumplen los siguientes requisitos:

- (i) que el accionista que vaya a adquirir el control como consecuencia de la fusión no haya votado en la junta general de la sociedad absorbente
- (ii) que se pueda justificar que el objetivo principal de la fusión no es la toma de control de la sociedad, sino un objetivo industrial o empresarial.⁴¹

Estos dos puntos son fácilmente acreditables: En primer lugar, con el acta de la junta general en el que se vota la fusión de Oceanship, se puede hacer constar que ninguno de los accionistas de Estrella del Mar ha votado a favor de la fusión. Por ello se advierte que, con el propósito de evitar la OPA, la familia Machado deberá abstenerse en la votación de la junta en la que se vote sobre este acuerdo, debiendo de aprobarse la fusión con los votos del resto de los accionistas.

En cuanto al segundo de los requisitos, también se cumple, pues la realización de la fusión forma parte de un proyecto de consolidación de la actividad de transporte de mercancías. Debido a que Estrella del Mar nació en un inicio como compañía dedicada a la gestión portuaria, y ese negocio se ha desinvertido, se deben buscar nuevas estrategias comerciales para lograr posicionarse en el mercado, entre las que se encuentran las operaciones relacionadas con modificaciones estructurales.

Por último, atendiendo a la regulación del mercado de valores, también se debe tener en cuenta que, al aumentar Oceanship su capital para absorber el patrimonio de Estrella del Mar, se emitirán nuevas acciones que deben ser admitidas a negociación en el mercado.

⁴¹ art. 8 g) RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

4. ACCIONES LEGALES EJERCITADAS POR LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS.

A continuación se exponen las consecuencias de las acciones legales iniciadas por la familia Azcona, titular del 12% del capital social de Estrella del Mar, con la pretensión de anular el acuerdo de fusión y obtener una indemnización por daños en base al pacto firmado con la familia Machado.

4.1 Naturaleza del pacto suscrito:

El conflicto jurídico que se origina es que, mientras los estatutos no especifiquen nada al respecto, el quórum de asistencia para aprobar un acuerdo de modificación estructural en primera convocatoria es del 50% del capital social, necesitando para su aprobación el voto a favor de 2/3 del capital social. Siendo el porcentaje correspondiente a la familia Machado un 88%, se han cumplido estos requisitos. Sin embargo, el pacto parasocial establece una mayoría reforzada, pues otorga derecho de veto a la familia Azcona en las modificaciones estructurales, lo cual no se ha cumplido. Por tanto, estatutos y pacto parasocial establecen dos regulaciones contradictorias.

En primer lugar, debemos de tener en cuenta qué es lo que se firmó entre ambas familias, que no es otra cosa que un pacto parasocial, cuya función es regular cuestiones societarias no fijadas por los estatutos o complementar las relaciones internas, legales o estatutarias, por las que se rige la sociedad.

Una vez tenido esto en consideración, debemos analizar si el pacto parasocial es válido y, lo más importante, si podría desplegar efectos frente a la sociedad causando así que peligre la ejecución de la fusión.

Es relevante que el pacto data de 1987, momento desde el cual han pasado casi 40 años, difiriendo el contexto legal y empresarial del actual. La mera antigüedad no invalida automáticamente el acuerdo pero sí que puede generar dudas sobre su aplicabilidad actual, habida cuenta de que los estatutos se reformaron en numerosas ocasiones sin mención a este particular.

La naturaleza jurídica de los pactos extraestatutarios es la de relación contractual con fuerza de ley, amparados por la libertad contractual del art. 1255 CC.

Los pactos no se integran en el ordenamiento jurídico de la persona jurídica a la que se refieren, sino que pertenecen al ámbito de las relaciones obligatorias de quienes los suscriben. Esto tiene importantes consecuencias: No se propagan a los miembros y órganos de la persona jurídica, no pueden hacerse valer frente a terceros y no pueden aprovecharse de los instrumentos de *enforcement* de la persona jurídica para sancionar su incumplimiento. Es decir, no cabría impugnar un acuerdo social por la mera infracción de un convenio de voto.

Por ello, los acuerdos societarios a los que se ha llegado con el debido cumplimiento del resto de requisitos, aún habiéndose hecho en contra de un pacto extraestatutario, son perfectamente válidos y ejecutables y así lo confirma la reciente jurisprudencia del TS, destacando al respecto la STS 300/2022, de 7 de abril:

En dicha sentencia el Tribunal Supremo reitera, como ya se veía estableciendo (entre otras, en la STS 296/2016, de 5 de mayo) que *“la eficacia de los pactos reservados, propia de todo contrato, son vinculantes y afectan a quienes lo suscribieron, pero no a la personas ajenas a los mismos, entre ellas, la sociedad, para quien dichos pactos son “res inter alios acta” y no puede quedar afectada por los mismos”* Por ello, aún considerando vigente el pacto parasocial este es válido y eficaz entre las partes que lo han suscrito, pero no oponible a la sociedad.

Algo que resulta llamativo de este pacto parasocial es que es un pacto unilateral, es decir, que ha sido firmado pues todos los socios, pues ha sido suscrito por la familia Machado (que posee el 88% del capital social) y la familia Azcona (titular del 12% del capital) Cabrían dudas sobre si podría impugnarse la validez del pacto alegando que la voluntad social es la suma y el reflejo de los intereses particulares. Sin embargo, el TS, en la mencionada sentencia, ha dictaminado que aun en estos supuestos, son inoponibles, determinado que no puede prosperar la acción dirigida contra la sociedad que no fue parte de los acuerdos extrasociales, subrayando que la regla de la relatividad de los contratos, no vence por el hecho de que el pacto parasocial haya sido suscrito por todos los socios y tenga el carácter de omnipresente.

El TS, entre otras ocasiones en la STS 120/2020, de 20 de febrero, ha resuelto sobre esta cuestión litigiosa de si cabe anular el acuerdo al que se ha llegado, negando la posibilidad de anular un acuerdo social adoptado en junta de socios basándose exclusivamente en la contravención de un pacto parasocial. Así, la impugnación sólo podría ser exitosa en caso de que el acuerdo, además, sea contrario a la ley, se oponga a los estatutos o lesione, en

beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad. Así pues, la familia Azcona, como socio que posee al menos un 1% del capital social, está legitimada para impugnar el acuerdo, pero para que su acción tenga posibilidad de tener éxito, deberá de basarse en alguno de estos motivos, disponiendo de un plazo de caducidad de un año a contar desde que el acuerdo fue adoptado (salvo que el acuerdo sea contrario al orden público, que no hay plazo de caducidad, pero en este caso de descarta tal cosa)

Además, argumenta lo siguiente: *"Fuera de tales casos (infracciones a las exigencias de la buena fe, abuso del derecho) la eficacia del pacto parasocial, perfectamente lícito, no puede defenderse atacando la validez de los acuerdos sociales que resulten contradictorios con los mismos, sino que debe articularse tal defensa a través de una reclamación entre los contratantes basada en la vinculación negocial existente entre los firmantes del pacto, pues este no tiene efectos frente a la sociedad ni, por tanto, en un litigio de naturaleza societaria como es el de impugnación de acuerdos sociales"*. Es decir, se reconoce que la contravención del pacto parasocial faculta para exigir una indemnización en caso de que sea procedente pero, por sí mismo, no sirve de base para impugnar un acuerdo de fusión.

4.2 Contraposición de los intereses de los accionistas.

Las acciones ejercitadas por la familia Acona se fundan en que que la familia Machado tiene conflicto de interés por tener un consejero dominical designado en Oceanship, que la operación no tiene justificación económica para Estrella del Mar y que es una excusa de la familia Machado para tomar el control de OceanShip y diluirlos.

En primer lugar, se descarta que la operación no tiene una razón de ser económica. Para justificar el interés social de la fusión conviene responder a tres preguntas: ¿por qué fusionarse? ¿por qué con esta sociedad? y ¿por qué ahora? Habiendo una razón de ser tras las mismas queda patente que la decisión tomada tiene una explicación desde el punto de vista del plan de negocio, con independencia de la valoración que hagan los socios minoritarios de la misma. Así pues, se pasa a reseñar los motivos que hay tras la toma de la decisión de llevar a cabo la operación:

A) Razones para llevar a cabo una fusión:

Las fusiones son operaciones que contribuyen y sirven de apoyo para la consecución de una estrategia empresarial. La fusión realizada ayuda a mejorar la posición de la sociedad en el mercado, aunando dos empresas exitosas en el sector se desarrolla una ventaja competitiva respecto al resto de empresas participantes. En este caso el valor de la empresa combinada es potencialmente mayor que el de las dos sociedades previas individualmente consideradas. La fusión puede ser beneficiosa en varias áreas:

(i) Aumento de los beneficios de la actividad de la empresa a través de la disminución de los costes operativos, se logra una mejor economía a través de un mejor uso de las infraestructuras o de la combinación de la experiencia personal. Además, el aprovechamiento de sinergias también abarata el coste del servicio respecto a los consumidores finales, siendo algo atractivo para atraer nuevos clientes y fidelizar a los ya existentes.

(ii) Beneficios fiscales.

(iii) Mejora de la posición estratégica de la empresa en el mercado con respecto de la competencia.

(iv) Refuerza la actividad empresarial. Anteriormente, Estrella del Mar se dedicaba conjuntamente a la gestión portuaria y al transporte de mercaderías. Como consecuencia del crecimiento de la actividad de transporte de mercancías, se tomó la decisión estratégica de desinvertir y vender la parte del negocio dedicada a la gestión y centrarse en el transporte. La decisión de la fusión está orientada nuevamente a reforzar la actividad de transporte de mercaderías, pues es el objeto social de Oceanship.

(v) Se aumenta el tamaño del mercado. Geográficamente, es una operación que permite ampliar la zona en la que se opera de una manera sencilla. Oceanship trabaja en los principales puertos del mar mediterráneo, mientras que Estrella del Mar en Bilbao, Coruña, las principales plazas portuarias del norte de Europa y el noroeste africano.

B) Elección de Oceanship para llevar a cabo la fusión:

Lo más reseñable respecto a Oceanship es que es una sociedad cotizada y, tras la fusión con la misma, Estrella del Mar gozaría de las ventajas que cuentan este tipo de sociedades, entre las que destacan las siguientes:

El principal beneficio es que es fácil suplir la necesidad de financiación. Ser una sociedad cotizada ofrece la posibilidad de obtener recursos para fines estratégicos sin aumentar el

endeudamiento de la sociedad y sin necesidad de que los accionistas originales usen recursos propios para inyectar capital a la compañía.

Las empresas cotizadas son atractivas para los inversores, aunque también para clientes y proveedores, porque su gestión es institucional y se proporciona información al público constantemente, reforzando así la credibilidad y el valor ante los inversores extranjeros y, como consecuencia, aumenta el prestigio e imagen de la marca. Asimismo, hay obligaciones reforzadas de transparencia, mediante las cuales los inversores pueden saber en todo momento el valor de mercado de las acciones emitidas.

Otra de las razones por las que son sociedades atractivas para los accionistas es por la liquidez de la que gozan, pues al cotizar en bolsa las acciones se pueden comprar y vender libremente en el mercado secundario y además pueden salir libremente de la inversión si lo desean.

A pesar de las ventajas reseñadas, salir a bolsa no es una tarea sencilla y si Estrella del Mar se planteara la salida a bolsa por sí misma, se encontraría con dificultades que evita al fusionarse con una empresa que ya está en bolsa, destacando lo siguiente:

En primer lugar, los costes económicos pueden ser inasumibles para Estrella del Mar ,pues debería de cumplir al menos con los siguientes requisitos, que son difícilmente compatibles con una empresa de carácter familiar, a pesar de encontrarse en crecimiento:

- (i) Tener un capital social mínimo de 1,2 millones de euros (en el primer mercado) o de 600.000€ (segundo mercado)
- (ii) Contar con al menos 100 accionistas con participaciones inferiores al 25% del capital social (primer mercado) o al 50% (segundo mercado)
- (iii) Haber obtenido beneficios en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos de los último cinco (primer mercado) o haber presentado un plan de negocio viable y auditado (segundo mercado)
- (iv) Disponer de estados financieros auditados de los tres últimos ejercicios (primer mercado) o de los dos últimos (segundo mercado)
- (v) Tener un *flee float* (porcentaje de acciones en manos de inversores minoritarios) de al menos el 25% del capital social (primer mercado) o del 10% (segundo mercado)

Por otro lado, el cumplimiento de los estándares de calidad hace inevitable que el proceso se dilate en el tiempo, las empresas públicas deben cumplir con infinidad de requisitos regulatorios, que incluyen normas de presentación de informes financieros, divulgación y estándares de gobierno corporativo. A ello hay que añadir que todos estos informes generan costes económicos derivados de los honorarios legales, contables y de suscripción.

Como contrapartida, la verificación de este proceso es una señal de garantía y reconocimiento de la madurez y el liderazgo de sus directivos. Asimismo, la admisión a Bolsa de una empresa es reconocimiento de su solvencia, porque se debe demostrar su capacidad de generar beneficios. Sin embargo, el reconocimiento de los mencionados estándares de calidad por parte de terceros también se consiguen a raíz de la fusión.

C) Necesidad de que la fusión se lleve a cabo en el momento actual:

Realizar una fusión es un paso acorde a un plan de negocio centrado en aumentar el valor de la actividad dedicada al transporte de mercancías que ya se inició con la decisión de desinvertir el negocio de gestión portuaria. El mercado de transporte está marcado por una fuerte competitividad, pues operan sociedades cotizadas como OceanShip, con multitud de recursos y consolidada experiencia en el sector. Si Estrella del Mar quiere convertirse en una empresa líder en el sector es coherente que tome esta decisión una vez que se le ha presentado la oportunidad y tras un exhaustivo análisis de los beneficios de la misma, pues de lo contrario podría quedar rezagada con respecto a la competencia.

Por todo lo expuesto, sí que se puede justificar un interés legítimo en la fusión, pues hay numerosos motivos que reflejan un interés estratégico empresarial tras la misma. Más allá de un mero interés individual de los socios mayoritarios es una operación que aporta valor al negocio de mercaderías, pues se aúnan dos sociedades exitosas en el sector que operaban en zonas geográficas no coincidentes, expandiéndose así el negocio.

En contraposición, en los motivos que puede tener la familia Azcona para que la fusión no se lleve a cabo, sí que se vislumbra un interés de anteponer los intereses propios a los de la sociedad, pues con la fusión con OceanShip su participación dentro de la empresa disminuiría, lo que no parece convenirle, y así queda patente al mostrar su preocupación por la dilución, demuestra que prevalece su voluntad de mantener control y poder dentro de la sociedad sobre los beneficios de la sociedad. No es razonable que un accionista que posee tan

solo el 12% de la empresa bloquee decisiones estratégicas para la empresa solo por intereses propios.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que esta notificación llega tiempo después de adoptar el acuerdo de fusión por lo que, formular esta acción en este momento tan avanzado de la operación, podría ser una estrategia para obtener la compensación económica derivada de una indemnización o bien un intento de forzar la apertura de negociaciones que otorguen beneficios a la familia Azcona con el fin de lograr su conformidad.

La realidad es que la familia Azcona solo posee el 12% de participación, lo convierte en un accionista minoritario que, en condiciones normales, no tendría la capacidad de bloquear decisiones en la junta general. Otorgándole un derecho de veto en modificaciones estructurales se le confirió más poder que el que corresponde por su participación minoritaria, lo que queda reflejado en que el resto de decisiones las puede controlar la familia Machado sin necesidad de su voto.

Por último, respecto al conflicto de interés traído a colación por la familia Azcona, en relación con que la familia Machado tiene un consejero dominical en Oceanship, esta situación no se encuentra expresamente prevista en la LSC como una de las materias por las que el socio no podrá ejercitar su derecho de voto por encontrarse en conflicto de interés. Así pues, los accionistas pueden ejercer en la junta general su derecho de voto de la forma que más les convenga, con el límite de no lesionar el interés de la sociedad. Si se considera que los accionistas cuyo voto haya sido decisivo para votar el acuerdo se encuentran incurso en conflicto de interés por este motivo, estos deberán acreditar que este no es lesivo para la sociedad tras la impugnación del acuerdo.⁴²

4.3 Posibilidad de que las acciones legales prosperen:

Las acciones legales ejercitadas por la familia Azcona integran dos pretensiones: obtener una indemnización por daños y perjuicios y anular el acuerdo de fusión, ambas fundadas en el incumplimiento del pacto de socios.

Respecto a la indemnización, es probable que la pretensión sea estimada en vía civil pues se puede considerar que, si había una obligación de respetar el pacto parasocial, la

⁴² art 190 LSC

contravención del mismo genera la obligación de indemnizar.⁴³ Sin embargo, esta acción resulta útil cuando se trata de daños de fácil cuantificación pero, en este caso, será difícil determinar el alcance de los mismos. También complicaría la determinación de la indemnización si no se añadió en el pacto parasocial una cláusula penal con el objetivo de esclarecer las consecuencias del incumplimiento.

En cuanto a la anulación del acuerdo, por los motivos reseñados en el apartado anterior, muy difícilmente se dará, debido a que las circunstancias en las que se ha producido el acuerdo de fusión no reflejan la lesión del interés de la sociedad, complicando probar que el acuerdo que se ha adoptado se ha impuesto de manera abusiva por la mayoría, en interés propio y en detrimento injustificado del resto.⁴⁴ Asimismo, cabe destacar que, en su demanda, la familia Azcona no ha pedido medidas cautelares por lo que, por la posible tardanza del tribunal en resolver, se dificulta todavía más que haya tiempo suficiente antes de que se haga efectiva la fusión para anular el acuerdo.

Por último, en consonancia con la protección de terceros, tiene importancia el hecho de que la fusión se haya inscrito o no en el Registro Mercantil, pues la eficacia de la fusión se produce desde el momento de su inscripción.

Anteriormente, con la ya derogada LME, dado que la inscripción otorga seguridad jurídica y que la fusión se considera válida ante terceros, los tribunales eran muy reticentes a anular fusiones que se encontraban ya en ese estado, habiéndose producido esto en contadas ocasiones. Actualmente, la nueva legislación, descarta tajantemente que se declare la nulidad de las modificaciones estructurales ya inscritas.⁴⁵

5. CONCLUSIONES:

A continuación se exponen brevemente las conclusiones a las que se ha llegado a través de la elaboración del dictamen.

1º COMPRAVENTA DE ACCIONES EN OCEANSHIP.

⁴³ art. 1101 CC

⁴⁴ art. 204.1 LSC

⁴⁵ art. 16.2 RD Modificaciones estructurales

Contando con que la familia Machado tiene el 3,5% de OceanShip a través de su sociedad patrimonial, que Estrella del Mar compre un 29,7% de Oceanship, activaría la obligación de lanzar una OPA pues, tratándose de entidades vinculadas, se adquiere el control de la sociedad. En este contexto, sería suficiente comprar el 26,4% de las acciones para evitar la OPA. Sin embargo, si finalmente se lleva a cabo el programa de recompra de acciones que se está planteando, afectando al 1% del capital, el número de acciones en circulación se reducirá, aumentando automáticamente la participación de Estrella del Mar en la sociedad y activando la obligación de lanzar una OPA. Por ello, se recomienda que se adquiriera un porcentaje del capital no superior al 26,2% que permitirá a Estrella del Mar gozar de una participación significativa pero evitando los inconvenientes que supondría lanzar una OPA.

2º FUSIÓN POR ABSORCIÓN:

Con motivo de la fusión planteada en la que Oceanship absorberá a Estrella del Mar, se han detallado los pasos que será necesario seguir para completar la operación, se ha planteado una estimación razonable de calendario y se advierte que, dado que Oceanship es una sociedad cotizada, se deberá prestar atención al cumplimiento de la normativa del mercado de valores.

3º ACCIONES LEGALES DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS.

Si bien no se ha podido descartar que el pacto firmado entre los accionistas, pese a su antigüedad, siga teniendo validez, su naturaleza es de pacto parasocial, por lo que, al no ser oponible a la sociedad, su mero incumplimiento podría generar obligación de indemnizar daños y perjuicios si la sentencia que resuelva así lo considera pero no es causa suficiente para impugnar el acuerdo social, para ello los accionistas minoritarios deberán de acreditar que, además, el acuerdo se opone a los estatutos o lesione, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad. Acreditado que la fusión responde a un interés económico de Estrella del Mar - que desde hace tiempo busca reforzar la actividad de transporte de mercancías - esta se asocia a una decisión que podrá ser compartida en mayor o menor medida por los accionistas pero que es perfectamente válida, por lo que difícilmente prosperará la impugnación. Por último, se señala que, en caso de que la fusión ya se haya inscrito, no hay posibilidad de que se declare nula. Se puede impugnar el acuerdo pero no la fusión ya inscrita.

PARTE III:

Objeto del dictamen:

El objeto del presente dictamen es dar respuesta a las cuestiones planteadas por el Consejo de la sociedad Oceanship, que demanda la instauración de mecanismos de retribución de accionistas que resulten atractivos para grandes inversores institucionales.

Antecedentes de hecho:

Oceanship absorbió la sociedad Estrella del Mar y la operación de fusión fue un éxito en el mercado. Se exploran propuestas de retribución a accionistas con el objetivo de atraer inversores institucionales. Los bancos que asesoran a la sociedad sugieren que se haga a través de un sistema de scrip dividend flexible, que tenga la particularidad de que el accionista pueda decidir si recibir un dividendo en metálico o acciones por un valor equivalente.

La familia Azcona, con la que hay una situación beligerante derivada de su operación a la fusión, expresa en una carta dirigida a la oficina del accionista su plena oposición al sistema de scrip dividend y alega que “el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad”

Cuestiones planteadas:

De acuerdo con los antecedentes de hecho expuestos, se plantean las siguientes cuestiones jurídicas:

1. Forma de implementar un scrip dividend.
2. Opción que debe operar por defecto si el accionista no elige.

1. IMPLEMENTACIÓN DEL SCRIP DIVIDEND.

El scrip dividend es un mecanismo de retribución al accionista que consiste en abonar el dividendo correspondiente a los accionistas con derecho a ello mediante la entrega de nuevas acciones en lugar de efectivo. Este derecho de suscripción puede ser canjeado por dichas acciones o negociado en el mercado de valores. Es una operativa que ha sido muy usual en las empresas tradicionalmente.

En este caso lo que se valora es implementar un scrip dividend flexible, de forma que se beneficia al accionista, pues se le permite que elija si quiere percibir su retribución, total o parcialmente en acciones gratuitas pero sin limitar su posibilidad de percibir la totalidad de la retribución en efectivo. Con esto, Oceanship adoptará una práctica ya seguida por otras compañías nacionales e internacionales, con resultados favorables en las mismas, que permite atraer a inversores institucionales.

Todo esto, tiene relación con los derechos económicos de los accionistas, que tienen derecho al cobro del dividendo, siendo esto la parte de beneficio que la junta general decide repartir a propuesta del Consejo de Administración. Por ello, conviene poner el foco en cómo afecta la política del scrip dividend a los accionistas, las ventajas e inconvenientes que para ellos puede tener.

Las acciones que se repartirán se emiten mediante una ampliación de capital social liberada, es decir, con cargo a las reservas. La ampliación del capital es necesaria para entregar las acciones nuevas a los accionistas que se decanten por esta opción. Para ello, los accionistas deberán autorizarlo mediante acuerdo de la junta general. Previo a ello, se deberán cumplir los requisitos de publicidad, por lo que la convocatoria de la junta en la que se decidirá sobre este particular debe ser anunciada por lo menos en el Boletín Oficial del RM o uno de los diarios de mayor circulación en España, la página web de la CNMV y la página web de la sociedad convocante.⁴⁶ Además, previamente a la junta general los accionistas contarán con la información relevante que les permita decidir sobre este asunto⁴⁷, pues se habrá publicado un folleto informativo que recoja las características de la operación.

El scrip dividend como forma de retribución del dividendo no está expresamente regulado en el derecho español pero es posible según la legislación mercantil que el dividendo se satisfaga

⁴⁶ art. 516 LSC

⁴⁷ art. 164 LSC

en bienes distintos al dinero siempre que no se imponga al accionista y que se adopten las medidas necesarias para asegurar que la forma del pago del dividendo respete el principio de integridad del capital social y la regla de proporcionalidad en el reparto de dividendos.

El mecanismo se instaurará de forma que no suponga ninguna carga económica a los accionistas. El scrip dividend implica que, si el accionista opta por recibir acciones, no ha de pagar por ellas, pero además el aumento de capital se efectuará libre de gastos y comisiones en cuanto a la asignación de nuevas acciones emitidas. Oceanship asumirá los gastos de emisión, suscripción, puesta en circulación, admisión a cotización y demás relacionados con el aumento del capital. A pesar de que los costes que deba enfrentar Oceanship sean mayores, el scrip dividend resultaría menos atractivo para los accionistas si son quienes deben de enfrentar los costes.

Otro punto a considerar es que esta operación se dirige a una pluralidad de accionistas, que se encontrarán en situaciones muy diversas entre sí, por lo que habrá que tratar de regular las particularidades en las que se puedan encontrar. A título de ejemplo, puede darse la situación de que haya accionistas que sean titulares de derechos que no sean suficientes para recibir una acción, en cuyo caso una solución podrá ser, salvo que el accionista imparta instrucciones distintas, que se vendan en Bolsa y se perciba el efectivo resultante. De esta forma se evitan costes de los accionistas derivados de la venta de derechos sobrantes o de la compra de derechos para redondear la cifra de acciones a percibir.

El apoyo de los accionistas a la fórmula del scrip dividend reportaría una serie de ventajas a Oceanship pero también a los propios accionistas:

En primer lugar, respecto a la sociedad, es una forma de reforzar sus fondos propios pero sin mermar la satisfacción de los intereses de los accionistas. Las decisiones de las sociedades de reducir la parte de los beneficios destinados a los dividendos suele ser interpretada por el resto del mercado de forma negativa en relación con la marcha de la sociedad y sus perspectivas económicas. La remuneración a través del scrip dividend permite satisfacer al socio pero sin tener que desembolsar una cantidad importante de efectivo, de forma que se satisfacen todos los intereses en juego.

Lo principal es que es un mecanismo que ofrece la posibilidad de retener liquidez, que puede ser utilizada para realizar inversiones, expandirse... lo que a largo plazo beneficia a todas las partes, pues puede ser una oportunidad para aumentar el valor de la empresa. Esto es

especialmente conveniente en aquellas empresas que, a pesar de que tengan beneficios, enfrentan largos períodos de cobro. Oceanship es una empresa cuya actividad es el transporte marítimo de mercancías, sector en el que intervienen un gran número de operadores, siendo frecuente que haya demora en el pago de las facturas a pesar de que el servicio se haya realizado con éxito, afectando a la liquidez con la que cuenta la sociedad por depender parte de la misma sobre factores sobre los que no se tiene total control.

Desde el punto de vista del inversor comporta beneficios económicos. Por un lado, es una forma de aumentar su participación en la empresa sin realizar desembolsos económicos. Por otro lado, se le ofrece la posibilidad - en momentos en que el precio de la acción sea bajo y se prevea una subida - esperar a que las fluctuaciones financieras aumenten el valor de sus acciones.

También es un mecanismo que ofrece ventajas desde el punto de vista fiscal. Si el accionista desea mantener las acciones otorgadas por el dividendo, no se soportará las retenciones fiscales asociadas al cobro en efectivo. Asimismo, en caso de que se quieran vender las acciones, es más beneficioso en cuanto a impuestos vender los derechos preferentes de suscripción.

Más problemas para obtener el acuerdo de los accionistas pueden generarse por los efectos derivados de la dilución que se provocan por el aumento de capital que se realiza previamente a la instauración del scrip dividend. Los accionistas que prefieran cobrar en efectivo preferirán que no se instaure el sistema pues cuando todos los accionistas cobran el dividendo real, reciben una cantidad de dinero y el porcentaje del capital que poseen queda inalterado. Sin embargo, con el scrip dividend, si optan por el pago en efectivo experimentarán una disminución de su participación en el capital con el efecto subsiguiente de que la próxima vez que se repartan beneficios les corresponderá menos derecho a los mismos.

Así pues, una forma de disminuir la dilución es que la sociedad recompre un número de acciones equivalente al de la ampliación realizada para amortizarlas en los meses siguientes a la ampliación. El efecto que esto tendrá - siempre y cuando la recompra y amortización se haga efectiva - es que los que decidan cobrar en acciones aumentarán su porcentaje en la compañía y quienes opten por recibir el dinero en metálico no verán reducida su participación. Esta última opción evita que los accionistas se vean presionados a elegir el cobro en acciones para evitar ser diluidos y se les otorga una elección dotada de mayor

libertad. A pesar de lo dicho, corresponde a Oceanship determinar si plantear el scrip dividend de esta forma es acorde a sus intereses.

Al introducir el scrip dividend como una opción para los accionistas, se tendrá que estipular un plazo durante el que poder decidir pero, una vez este venza, deberá de operar una opción por defecto para quien no se haya pronunciado, que habrá que valorar si será recibir las acciones o el efectivo. Al respecto de esto, se informará a los accionistas la opción que operará por defecto en caso de que no opten por ninguna de ellas.

Establecer las acciones como fórmula por defecto podría ser una opción más favorable para Oceanship pues le interesa que la mayor parte de accionistas posibles opte por esta opción que, además, también es más protectora con los accionistas pues se evita su dilución y, por otro lado, aunque reciban el dividendo en acciones, seguirán contando con la opción de vender la acción y recibir el efectivo cuando estimen conveniente.

Sin embargo, debido a la actitud beligerante de la familia Azcona, podría ser conveniente optar porque la opción de efectivo opere como opción subsidiaria, teniendo en cuenta además que no se puede imponer a los accionistas recibir el dinero en forma distinta al efectivo. Optando por esta opción, se puede maximizar el esfuerzo en presentar la propuesta de forma atractiva para los accionistas, primando el diálogo y la transparencia, haciendo hincapié en que la flexibilidad les deja total libertad de elegir y subrayando los beneficios que podría generarse elegir la opción de las acciones.

En cualquier caso, conviene subrayar que, dada la participación tan minoritaria de la familia Azcona en Oceanship (que será muy inferior al 12% de participación tras la fusión) no es razonable que constantemente trate de generar situaciones de bloqueo, yendo en contra de los intereses de la sociedad. Deben ser todos los accionistas, reflejando su voluntad en la Junta General, quienes tomen la decisión de implantar el scrip dividend si es acorde a sus intereses.

2. CONCLUSIONES:

El scrip dividend es una estrategia con múltiples beneficios, que brinda la oportunidad de atraer inversores a la sociedad pues aúna los intereses de aumentar la liquidez con la que cuenta Oceanship, - susceptible de generar beneficios a corto y largo plazo - con los de permitir que los accionistas, dada la flexibilidad del mecanismo, participen en los beneficios

de la sociedad de la forma más les convenga: recibiendo acciones o efectivo como dividendo. Dado que, una vez implantado el scrip dividend, se les otorgará un plazo para optar por una de las dos opciones, hay que establecer una opción que operará por defecto en caso de que no elijan. Puesto que la familia Azcona, con la que ya ha habido beligerancia en el pasado, se ha opuesto al sistema por considerar que recibir el efectivo es la esencia del contrato de sociedad, puede ser conveniente optar por la opción por defecto de dinero en efectivo pero recordando que la implantación o no del scrip dividend responderá a la voluntad de la totalidad de los accionistas plasmada en la junta general.