



Facultad de Derecho

**Máster Universitario de Acceso a la Abogacía y Procura**

**TRABAJO DE FIN DE MÁSTER**

**ESPECIALIDAD DERECHO DE EMPRESA**

**(MUAAP)**

Manuel Avia Díez

MUAAP – Grupo C

Jesús Quesada Ruiz

Madrid

Diciembre 2024

## Contenido

Objetivo y Metodología.....	3
DEFINICIONES.....	4
1.º Dictamen.....	7
Sobre la calificación de las prácticas.....	7
1. Multa por la CNMC.....	8
Revocación de la concesión.....	9
Prohibición de contratar con el sector público, .....	10
Responsabilidad Civil Solidaria .....	10
Daño Reputacional .....	11
La exoneración .....	12
La reducción .....	14
Recurrir la sanción.....	15
Cláusula de “cambio de material adverso” (MAC / MAE).....	17
Specific Indemnity/Full Indemnity.....	17
I&W Insurance .....	17
Cláusula de Condiciones Suspensivas.....	17
II. Reorganización Estructural .....	18
Introducción.....	18
La reestructuración interna .....	20
Notificar a las entidades pertinentes.....	21
III. Procedimiento Judicial.....	23
IV. Compromiso de no competencia .....	25
2.º Dictamen .....	28
I.    La adquisición minoritaria y la necesidad de lanzar una OPA.....	28
Programa de Recompra del 1% Acciones .....	29
La fusión por absorción de ESTRELLA por OCEANSHIP .....	31
II.    Calendario y pasos a seguir para la fusión.....	32
III.    Incumplimiento del Pacto de Accionistas.....	33
3.º Dictamen.....	34
Introducción.....	34
Características del <i>scrip dividend</i> .....	35
Implementación del plan de <i>scrip dividend</i> .....	35
Fórmula “por defecto”.....	37
Sobre “el derecho a recibir el dividendo en metálico” .....	38
Bibliografía y fuentes .....	40

## **Objetivo y Metodología**

Este TFM tiene por objetivo la puesta a prueba de los conocimientos adquiridos a lo largo del MUAAP, enfocado en derecho mercantil.

Se realizarán tres dictámenes jurídicos analizando las cuestiones planteadas por los distintos clientes y respondiendo a sus casos particulares.

En el primer dictamen, asesoramos a un fondo de inversión en un proceso de fusión de una de sus sociedades. El análisis se centra en las posibles contingencias de la fusión, donde destacamos una posible infracción del derecho de la competencia, un litigio pendiente y la inclusión de una cláusula de no competencia. También se deberá analizar desde el punto de vista del derecho societario para optimizar la estructura societaria de la compañía adquirida con vistas a fusionar sólo una parte de la empresa.

En el segundo dictamen, nuestro cliente es la sociedad que reestructuramos en el primer dictamen. Nos solicita asesoramiento respecto a la necesidad o no de lanzar una OPA, y la organización de una fusión. También aconsejamos a la sociedad respecto a la validez de un pacto de socios anterior a la ley vigente, sobre la oposición de un socio minoritario y su solicitud de anulación de la fusión, y el posible conflicto de intereses de un administrador.

En el tercer dictamen, nuestro cliente es la sociedad fruto de la fusión del apartado anterior, interesada en implantar un sistema de retribución de *scrip dividend*. También se deberá considerar de nuevo la oposición del socio minoritario a este nuevo esquema retributivo.

Este trabajo es una aproximación a un dictamen jurídico de un despacho de abogados, asesorando a cada cliente en su caso y ofreciendo recomendaciones con justificación legal. La metodología del trabajo sigue este razonamiento, ofreciendo soluciones fundamentadas a clientes tras examinar la normativa/doctrina/jurisprudencia aplicable. Al tratarse de un informe, no entra en discusiones doctrinales o académicas, ni en un desarrollo redundante de conceptos ya familiares al cliente.

## DEFINICIONES

“**AH**” significa “ANDALUSIA HARBORS S.L.”

“**BO**” significa “Binding Offer”

“**CNMC**” significa “Comisión Nacional de Mercados y La Competencia,” creada por la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

“**CNMV**” significa “Comisión Nacional del Mercado de Valores,” creada por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

“**Comisión**” significa “Comisión Europea”

“**ESTRELLA GESTIÓN**” significa “ESTRELLA GESTIÓN PUERTOS S.L.U.”

“**ESTRELLA**” significa “ESTRELLA DEL MAR S.A.”

“**I&W**” significa *Indemnities and Warranties*

“**LEC**” significa Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.

“**LDC**” significa Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

“**LMV**” significa “Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.”

“**LSC**” significa Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

“**MAC**” significa “*Material Adverse Change*”

“**SHA**” significa “*Shareholders’ Agreement*”

“**MAE**” significa “*Material Adverse Effect*”

“**NBO**” significa “*Non-Binding Offer*”

“**NCA**” significa “*Non-Compete Agreement*”

“**OCEANSHIP**” significa OCEANSHIP S.A.

“**OPA**” significa “Oferta Pública de Adquisición”

“**OPAV**” significa “Oferta Pública de Adquisición Voluntaria”

“**R&W**” significa “*Reps and Warranties*”

“**RDOPAS**” significa “Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.”

“**STS**” significa “Sentencia del Tribunal Supremo”

“**TFUE**” significa “Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea”

“**TJUE**” significa “Tribunal de Justicia de la Unión Europea”

“**TRLPEMM**” significa eal Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante

“**TS**” significa “Tribunal Supremo”

“**Ley de Puertos Marroquí**” significa “*Loi n° 15-02 relative aux ports et portant création de l’Agence nationale des ports et de la Société d’exploitation des ports.*”

“**JG**” significa “Junta General”

[Este documento analiza únicamente las cuestiones planteadas por el cliente desde un punto de vista jurídico. No es una recomendación de negocio ni entra a analizar la viabilidad financiera. Es una opinión legal y no una propuesta de inversión]

## **1.º Dictamen**

**Cliente:** ATLAS CAPITAL (el “Fondo” o el “Cliente”)

**Objeto:** Compraventa de la parte de gestión de puertos de ESTRELLA DEL MAR, Valoración de la fusión de ANDALUSIA HARBORS (la “adquiriente”) S.L. con ESTRELLA GESTIÓN PUERTOS S.L.U. (la “adquirida”). Propuesta de reorganización societaria, análisis de contingencias (expediente sancionador CNMC, procedimiento judicial y NCA), elaboración calendario y otras recomendaciones.

---

---

### **I. Expediente Sancionador CNMC**

En conversaciones con el equipo directivo de AH (“ANDALUSIA HARBORS, S.L.”) se nos ha informado de que la CNMC podría haber abierto un expediente sancionador contra ESTRELLA.

Nos han confirmado que, en diciembre de 2023, se abrió un expediente contra ESTRELLA, por repartirse subastas públicas y así maximizar retornos económicos. Afectarían a la **concesión de Santander.**

La investigación por la Autoridad de Competencia es un elemento muy relevante a tener en cuenta para la posible fusión entre AH y la división de gestión portuaria de ESTRELLA. Es una cuestión decisiva para la fusión, y puede hacer que toda la operación triunfe o fracase.

#### **Sobre la calificación de las prácticas**

El cliente nos informa que al parecer el jefe de división de ESTRELLA se habría reunido en repetidas ocasiones con sus homólogos en otras 4 compañías para repartirse en qué subastas concurrir y así maximizar los retornos económicos. Estas prácticas afectan a la concesión de Santander.

El cliente debe saber que las prácticas llevadas a cabo por su jefe de división se podrían tipificar como “infracciones muy graves” a los ojos del derecho de competencia (LDC Art. 62, 101 TFUE), y podrían tener graves consecuencias con repercusiones importantes al desarrollo de la fusión. En concreto, las prácticas del jefe de división para repartirse subastas con 4 compañías competidoras se podría considerar una conducta colusoria, de

acuerdo con el Artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia (“LDC”) y del artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (“TFUE”).

Las conductas en cuestión, en caso de que la CNMC estime que así fue, se conocerían por el anglicismo *bid rigging*, esto es, colusión en procesos de licitaciones públicas.

El cliente debe tener en cuenta que las sanciones surtirán efecto tras la fusión. El procedimiento sancionador se inició en diciembre de 2023, pero la CNMC tiene hasta diciembre del 2025 para seguir con la investigación.

En el caso de que la CNMC considere que se han producido prácticas colusorias, las consecuencias negativas serían múltiples, que se desarrollan a continuación:

#### 1. Multa por la CNMC

La primera consecuencia de que la CNMC considere que se haya producido *bid rigging* se basa en la potestad sancionadora que tiene este órgano. Al tratarse de una infracción *muy grave*, las sanciones que llevan aparejadas son elevadas. De acuerdo con el artículo 63 de la LDC:

*Los órganos competentes podrán imponer a los agentes económicos, empresas, asociaciones, uniones o agrupaciones de aquellas que, deliberadamente o por negligencia, infrinjan lo dispuesto en la presente ley las siguientes sanciones, para cada una de las infracciones declaradas*

*c) Las infracciones muy graves con multa de hasta el **10 por ciento del volumen de negocios total mundial** de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de imposición de la multa.*

*El volumen de negocios total de las asociaciones, uniones o agrupaciones de empresas se determinará tomando en consideración el volumen de negocios total mundial de sus miembros, salvo cuando en el mismo expediente se sancione tanto a empresas asociadas como a la asociación a la que pertenecen. En este caso, para la determinación del volumen de negocios total de las asociaciones, uniones o agrupaciones de empresas*



*no se computará el volumen de negocios total mundial de las empresas asociadas que hayan sido sancionadas en el mismo expediente.*

*2. Además de la sanción prevista en el apartado anterior, cuando el infractor sea una persona jurídica, se podrá imponer una multa de hasta 60.000 euros a cada uno de sus representantes legales o a las personas que integran los órganos directivos que hayan intervenido en la conducta*

De este articulado se deduce que la multa máxima que se podría enfrentar Estrella podría acarrear hasta el 10% del volumen de negocios total mundial, es decir, no limitado al área de Santander. La multa probablemente sea mucho más baja que este porcentaje, pues Estrella de Mar se dedica principalmente al transporte de mercancías, ya no tanto a la gestión portuaria, por lo que las posibles ventajas mercantiles obtenidas de las prácticas colusorias no deberían ser especialmente importantes.

Además, el jefe de división de Estrella se podría enfrentar a una multa de hasta 60.000 euros por haber intervenido personalmente y haber sido individualmente responsable de haber generado esta conducta colusoria.

Por último, cabe señalar que la autoridad de competencia puede imponer multas coercitivas por cada día transcurrido tras la condena por conductas anticompetitivas que no se tomen pague la infracción o no se tomen pasos para mitigarla.

Como la sanción recaería sobre ESTRELLA GESTIÓN, la sociedad que se va a fusionar es necesario mitigar las posibles consecuencias que puedan acaecer, que expondremos más adelante.

#### Revocación de la concesión

Una posible consecuencia de la multa de la CNMC es la revocación de la concesión. Esta es posiblemente la contingencia más grave aparejada a la sanción de la CNMC. Los arts. 89, 96,97 y 98 de TRLPEMM facultan a las autoridades portuarias a revocar inmediatamente la concesión, sin derecho a indemnización. Ante una resolución sancionadora de la CNMC, que establezca que ESTRELLA GESTIÓN consiguió la

adjudicación de la concesión por conductas anticompetitivas, la autoridad Portuaria podría revocar la concesión. No obstante, esto es muy improbable.

#### Prohibición de contratar con el sector público,

Un sancion prevista por la CNMC es sancionar las prácticas anticompetitivas de ESTRELLA, prohibiendo a la entidad presentarse a futuros procesos de licitaciones públicas. Esto conllevaría a **restricciones operativas** para la empresa, que ante la posibilidad de no poder presentarse en un futuro al proceso de licitación pública para acceder a las concesiones portuarias. Esta prohibición de contratar con el sector público se enmarca en el art. 71b) de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público.

#### Responsabilidad Civil Solidaria

Si se confirma por la CNMC que hubo prácticas colusorias durante la licitación pública, se considera que las subastas fueron adjudicadas gracias a las prácticas fraudulentas contrarias al derecho de Competencia.

La Directiva 2014/104/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la competencia de los Estados miembros y de la Unión Europea regula esta posibilidad , que faculta a las empresas licitantes que fueran afectadas por la existencia del cártel para dirigirse contra ESTRELLA y las otras cuatro empresas en reclamación de daños y perjuicios.

Las empresas afectadas podrán reclamar daños y perjuicios por daño emergente y lucro cesante, más los intereses correspondientes. ESTRELLA y las demás empresas que formaban parte del cártel responderán solidariamente entre sí.

Debido a la naturaleza de la concesión y el posible interés (ya ha pasado más de un año desde el inicio del procedimiento, hasta un máximo de dos), la reclamación de los daños y perjuicios puede alcanzar una cuantía considerable.

Como esta reclamación puede llegar a ser bastante elevada, añadiendo al monto de la sanción impuesta por la CNMC, es necesario tomar de nuevo medidas que aseguren la transmisión de responsabilidad, que veremos más adelante.

### Daño Reputacional

Por último, otra consecuencia que tiene la investigación y posible resolución condenatoria de la CNMC es el daño reputacional que tiene aparejado. El hecho de estar condenado por la Autoridad Nacional de Competencia por *bid rigging* supone la confirmación de que la empresa ha sido culpable de promocionar o formar parte de prácticas colusorias. Esto puede llevar a un clima de desconfianza con los clientes, inversores y socios comerciales, pudiendo resultar en pérdidas. El daño reputacional que lleva aparejado podría tener como consecuencia pérdidas en la clientela de la otra rama de negocio de Estrella, que podría llevar modificaciones en la compra, aunque en principio no debería afectar.

### Maneras de mitigar las conductas colusorias

Existen varias formas para poder mitigar los efectos negativos en caso de una posible resolución condenatoria de la CNMC. Las dividiremos en dos categorías:

- 1) Actuaciones unilaterales de Estrella antes o independientes de la fusión
- 2) Mediante Cláusulas y Garantías Contractuales incluidas en el SPA

La primera categoría versa fundamentalmente sobre el programa de clemencia de las Autoridades de Competencia. Si cumple las condiciones, ESTRELLA podría ser exonerada completamente de las consecuencias negativas. Esto es con diferencia, la mejor opción que tanto la sociedad adquiriente como la adquirida tienen para mitigar las consecuencias adversas derivadas de la investigación por la Autoridad de Competencia.

El programa de clemencia es una opción que tiene su origen en el derecho comunitario, en concreto en el art. 101 del TFUE y que ha sido desarrollado por la comunicación de la Comisión.<sup>1</sup> En nuestro ordenamiento jurídico, viene regulado por la LDC.

El programa de clemencia es a grandes rasgos, una discreción que tienen las Autoridades de Competencia de exonerar o reducir la sanción para las entidades que, habiendo formado parte de un cártel, colaboran con la investigación y ayudan a destapar prácticas anticompetitivas. Debemos resaltar que este es un tema de **máxima urgencia** - ESTRELLA

---

<sup>1</sup> Comunicación de la Comisión relativa a la dispensa del pago de las multas y la reducción de su importe en casos de cártel C 298/17.

debería colaborar cuanto antes con la CNMC para intentar poder beneficiarse del programa de clemencia, teniendo en cuenta que ya ha pasado año desde la apertura del expediente.

Esta posibilidad viene regulada en los arts. 65 y 66 de la LDC, se exponen las condiciones para que una empresa infractora sea exonerada o vea su sanción reducida. A continuación, expones las dos opciones:

#### La exoneración

Hay dos posibilidades para ser exonerada de acuerdo con el art. 65:

- a. Ser la primera en aportar elementos de prueba que, a juicio de la CNMC, le permitan ordenar el desarrollo de una inspección en relación con un cártel, siempre y cuando en el momento de aportarse aquellos no se disponga de elementos suficientes para ordenar la misma*
- b. Ser la primera en aportar elementos de prueba que, a juicio de la CNMC, le permitan comprobar una infracción del artículo 1 en relación con un cártel, siempre y cuando, en el momento de aportarse los elementos, la CNMC no disponga de elementos de prueba suficiente para establecer la existencia de la infracción y no se haya concedido una exención a una empresa o persona física en virtud de lo establecido en la letra a)*

A pesar de que ha transcurrido más de un año desde el inicio de la investigación por parte de la CNMC, no tenemos constancia de que se haya realizado una inspección por lo que aún sería posible beneficiarse de la primera posibilidad. Como se indica, debe ser **la primera** en aportar elementos de prueba, y de igual manera que ESTRELLA se puede beneficiar, también lo pueden hacer las demás empresas del cártel. Es una cuestión de urgencia crítica, sobre todo ahora que se cumple el aniversario del inicio de la investigación y las demás empresas también pueden empezar a vacilar.

Es cierto que salvo en los casos excepcionales donde la CNMC publica un comunicado o que la noticia se filtre a la prensa, las inspecciones de la CNMC suelen tener carácter confidencial, así que ESTRELLA no podría saber si se ha inspeccionado a otra empresa

del cártel. No obstante, ESTRELLA podría beneficiarse aún de la exención del 1. b. , siempre y cuando no se le haya “adelantado” otra empresa y aporte suficientes elementos de prueba. Es por ello por lo que reiteramos la urgencia de presentar una solicitud de exención de pago cuanto antes.

Para poder beneficiarse de la exención, además de lo anterior, ESTRELLA debería:

- a) Cooperar plena, continua y diligentemente con la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, en los términos en que se establezcan reglamentariamente, a lo largo de todo el procedimiento administrativo de investigación.*
- b) Poner fin a su participación en la presunta infracción en el momento en que facilite los elementos de prueba a que hace referencia este artículo, excepto en aquellos supuestos en los que la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia estime necesario que dicha participación continúe con el fin de preservar la eficacia de una inspección.*
- c) No haber destruido elementos de prueba relacionados con la solicitud de exención ni haber revelado, directa o indirectamente, a terceros distintos de la Comisión Europea o de otras Autoridades de Competencia, su intención de presentar esta solicitud o su contenido.*
- d) No haber adoptado medidas para obligar a otras empresas a participar en la infracción.*

El programa de clemencia puede exonerar al jefe de la división del pago de su sanción correspondiente, siempre y cuando colabore con la CNMC. También puede exonerar a ESTRELLA de la prohibición contratar con el sector público, que incluye presentarse a licitaciones públicas que se ha expuesto anteriormente.

Además, el programa de clemencia sería beneficioso para reducir la responsabilidad civil solidaria respecto de las empresas licitantes perjudicadas por las conductas anticompetitivas. Esto viene regulado en artículo 4 de la Directiva 2014/104/UE<sup>2</sup>:

- 4. Como excepción al apartado 1, los Estados miembros velarán por que un beneficiario de clemencia sea responsable conjunta y solidariamente:*
- a) ante sus compradores o proveedores directos o indirectos, y*
  - b) ante otras partes perjudicadas solo cuando no se pueda obtener el pleno resarcimiento de las demás empresas que estuvieron implicadas en la misma infracción del Derecho de la competencia.*

Por último, reiteramos la urgencia y la importancia de beneficiarse de esta opción, y que se podría hacer inmediatamente, pues la CNMC “reservaría” su posición, pudiendo aportar las pruebas y documentación posteriormente, una vez esté preparada.

### La reducción

Es preferible beneficiarse de la exoneración, pero en caso de que no se pueda, cabría la posibilidad de reducir la sanción impuesta.

A diferencia de la exoneración, no hace falta ser la primera en aportar información, y es posible beneficiarse de la reducción, aunque se haya sido el promotor de las prácticas. De igual manera que en el caso anterior, deberá cooperar con la CNMC, poner fin a la participación y no haber destruido pruebas. Las pruebas deberán aportar un “valor añadido significativo” respecto de los demás elementos que ya tenga la CNMC.

La reducción del importe de la multa aplicará tanto a ESTRELLA como a su jefe de división, que se reducirá proporcionalmente de la siguiente manera:

---

<sup>2</sup> Directiva 2014/104/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la competencia de los Estados miembros y de la Unión Europea. DOUE-L-2014-83627

- “a) La primera empresa o persona física que cumpla lo establecido en el apartado anterior, podrá beneficiarse de una reducción de entre el 30 y el 50 por ciento.*
- b) La segunda empresa o persona física podrá beneficiarse de una reducción de entre el 20 y el 30 por ciento.*
- c) Las sucesivas empresas o personas físicas podrán beneficiarse de una reducción de hasta el 20 por ciento del importe de la multa.”*

Además, si los elementos nuevos que aportase ESTRELLA permitirían establecer nuevos hechos que afectarían a la sanción, la sanción correspondiente a estos los nuevos hechos sería exonerada.

Por último, la reducción de la multa también podría incluir la exoneración de la prohibición de contratar con el sector público, que afectaría sobre todo a la posibilidad de presentarse a futuros procesos de licitaciones públicas para obtener las concesiones necesarias. En conclusión, reiteramos a ESTRELLA la importancia de beneficiarse de esta posibilidad, ya que facilitaría con creces la compraventa, aparte de ser un gesto de confianza y buena fe.

El tiempo una cuestión elemental, ya que ESTRELLA tiene que ser más rápida que las demás empresas colusorias y que la propia investigación de la CNMC. Para poder iniciar este trámite, lo puede hacer a través del siguiente enlace:

<https://sede.cnmc.gob.es/tramites/competencia/solicitud-de-clemencia>

#### Recurrir la sanción

Otra opción, si bien lejos de ser idónea, sería la de apelar la resolución sancionadora de la CNMC. Primero se recurre directamente ante la CNMC, pero incluso si esta resolución sigue siendo condenatoria, sería posible plantear un recurso contencioso-administrativo con posterioridad a la resolución de la CNMC. Entre otras cuestiones, se podría alegar que no hubo cártel, debido a la falta de carácter secreto. Para que un cártel sea considerado como tal, tiene que haber un elemento de ocultación o secretismo. Es relevante una sentencia con circunstancias y actores muy parecidos:

“Niega que estemos ante un cártel puesto que no tenía carácter secreto, que tampoco estamos ante una infracción por objeto y que la resolución no hace un adecuado análisis del contexto ni de las conductas que no tenían el objeto anticompetitivo. En primer lugar, la actora parte de una premisa errónea y es que el cártel debe ser secreto. Si bien es cierto que ese es su marco natural, el carácter secreto de un cártel puede tener distinta intensidad, llegando incluso a constituir una característica irrelevante o innecesaria. Un claro ejemplo de un cártel no secreto fue el S/ DC/0596/16 Estibadores de Vigo, cuyas prácticas colusorias eran públicas y conocidas por las estructuras en que se desarrollaron, el alcance que supuso y por la intervención que tuvo la propia Autoridad Portuaria. La disposición adicional cuarta de LDC, en su redacción inicial, decía que « [s]e entiende por cártel todo acuerdo secreto entre dos o más competidores cuyo objeto sea la fijación de precios, de cuotas de producción o de venta, el reparto de mercados, incluidas las pujas fraudulentas, o la restricción de las importaciones o las exportaciones. [...] ». Tras la reforma llevada a cabo por el Real Decreto-ley 9/2017, de 26 de mayo la DA cuarta, que en principio solo tenía como objeto la transposición de la Directiva de daños 2014/104/UE, se define como cártel a « [t]odo acuerdo o práctica concertada entre dos o más competidores cuyo objetivo consista en coordinar su comportamiento competitivo en el mercado o influir en los parámetros de la competencia mediante prácticas tales como, entre otras, la fijación o la coordinación de precios de compra o de venta u otras condiciones comerciales, incluso en relación con los derechos de la propiedad intelectual e industrial; la asignación de cuotas de producción o de venta; el reparto de mercados y clientes, incluidas las colusiones en licitaciones, las restricciones de las importaciones o exportaciones o las medidas contra otros competidores contrarias a la competencia [...]», el carácter secreto se cae de la definición. En esta misma línea, la propia Comisión tiene asumido que el cártel no tiene por qué tener forzosamente este carácter, aunque sea lo más habitual. Así en la Comunicación 2006 dice que (3) « [l]os cárteles secretos a menudo [...]», como circunstancia que a pesar de ser habitual no resulta determinante.”

## **2. Mediante Cláusulas y Garantías Contractuales previstas para la fusión**

Independientemente de si Estrella decide colaborar o no con la CNMC, es recomendable blindar el SPA (el contrato de compraventa) con cláusulas y garantías contractuales para asegurar que una posible condena por la CNMC no afecte a AH ni a la fusión en general.



A continuación, se incluye un listado de posibles cláusulas que recomendamos se incluyan.

#### Cláusula de “cambio de material adverso” (MAC / MAE)

Le recomendaríamos a ATLAS incluir una cláusula MAC en el contrato, o de *rebus sic stantibus* por si acaso. Sería más recomendable usar la cláusula MAC ya que renegociar las condiciones facilitaría el éxito de la operación más que invocar el *rebus*.

Esta cláusula puede permitir que Atlas Capital se retire del acuerdo si se confirma la infracción y se imponen sanciones significativas.

La aprobación por parte de las autoridades de competencia es necesaria para seguir con la fusión de las sociedades. Para blindar contractualmente la posibilidad de que la fusión no sea aprobada, sería idóneo incluir una cláusula de Cambio de Material Adverso (MAE) en el SPA.

#### Specific Indemnity/Full Indemnity

Es fundamental asegurar la adquisición ofreciendo representaciones y garantías, como que ESTRELLA DEL MAR se ocupe de cubrir la posible multa, o que ATLAS CAPITAL/ANDALUSIA HARBORS sea indemnizada en caso de que tenga que pagar la multa. Pueden ser garantías específicas, que cubran únicamente la posible sanción de la CNMC o generales, donde se establece un régimen de responsabilidad objetiva.

#### I&W Insurance

Una opción novedosa que simplificaría el régimen de representaciones y garantías sería contratar un aseguramiento de I&W / R&W. Esto tendría muchas ventajas, como la cesión de la responsabilidad a un tercero frente al cual se podría reclamar (la aseguradora) y garantizaría a ESTRELLA una *clean exit* a su desinversión.

#### Cláusula de Condiciones Suspensivas

Se podría incluir una cláusula, parecida a la anterior cláusula MAC, que permite a ATLAS/AH retirarse del acuerdo en cuanto se cumple una condición suspensiva. Por ejemplo, si la sanción de la CNMC por las conductas colusorias es superior a X cantidad o si se revoca una concesión portuaria.

#### Cláusula de Obligación de Mitigación

Otra opción, distinta de las demás en el sentido que se establecen obligaciones positivas, es la posibilidad de incluir una cláusula de obligación de mitigación. En ella, Estrella se obligaría a colaborar con la CNMC con el objetivo de beneficiarse del programa de clemencia. ESTRELLA debería comunicar a ATLAS/AH sobre las comunicaciones que mantenga con la CNMC y su estado.

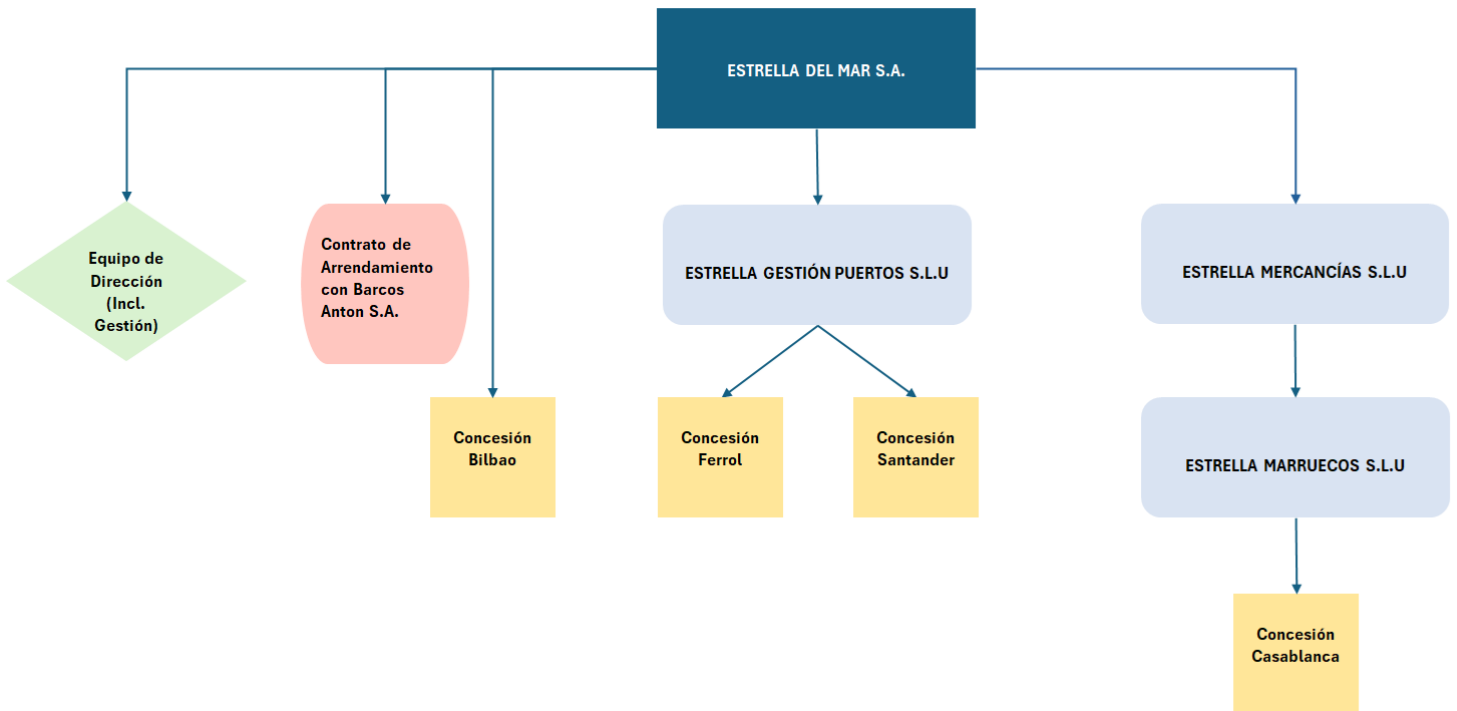
Se podría blindar esta cláusula, cumplimentándose con otras *reps and warranties* , con carácter coercitivo. E.g. La retención del *escrow*, la afectación del precio etc.

## **II. Reorganización Estructural**

### Introducción

El objetivo de la operación de fusión es doble, que ESTRELLA DEL MAR desinvierta en su negocio de gestión de puertos, y que ATLAS lo adquiriera. A efectos de conseguir estos objetivos, y evitando la venta intragrupo de las sociedades de ESTRELLA, hemos elaborado el siguiente plan de reestructuración interna para que se pueda llevar a cabo la operación únicamente con la adquisición de ESTRELLA GESTIÓN.

La estructura societaria actual sigue el esquema representado en el organigrama siguiente:



Como se puede apreciar, la estructura dista mucho de ser idónea para transmitir la rama de gestión portuaria. Tras realizar una serie de modificaciones estructurales, el objetivo será que ESTRELLA GESTIÓN aglutine todos los activos, contratos, concesiones y derechos que tienen suscritos las compañías del grupo ESTRELLA DEL MAR dedicadas a la gestión portuaria, para su adquisición.

Los activos/derechos relativos a la gestión de puertos son:

- Concesiones portuarias
  - **Bilbao** — al 100% parte de ESTRELLA DEL MAR S.A.
  - Ferrol — al 100% parte de ESTRELLA GESTIÓN PUERTOS SLU
  - Santander — al 100% parte de ESTRELLA GESTIÓN PUERTOS SLU
  - **Casablanca** — al 100% parte de ESTRELLA MARRUECOS SLU, que a su vez es parte al 100% de ESTRELLA MERCANCIAS SLU, filial al 100% de ESTRELLA DEL MAR S.A

- **Contrato de arrendamiento con Barcos Anton S.A.** — Suscrito con ESTRELLA DEL MAR S.A.
- **Equipo de dirección que presta soporte y transporte mercancías**— integrado dentro de ESTRELLA DEL MAR S.A

Las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander ya forman parte de ESTRELLA GESTIÓN, la Sociedad objeto de compraventa, por lo que su posición no se verá afectada en el proceso de reestructuración interna antes de la venta.

Una vez identificados los elementos que deben ser transmitidos, procederemos a explicar el procedimiento de su transmisión.

#### La reestructuración interna

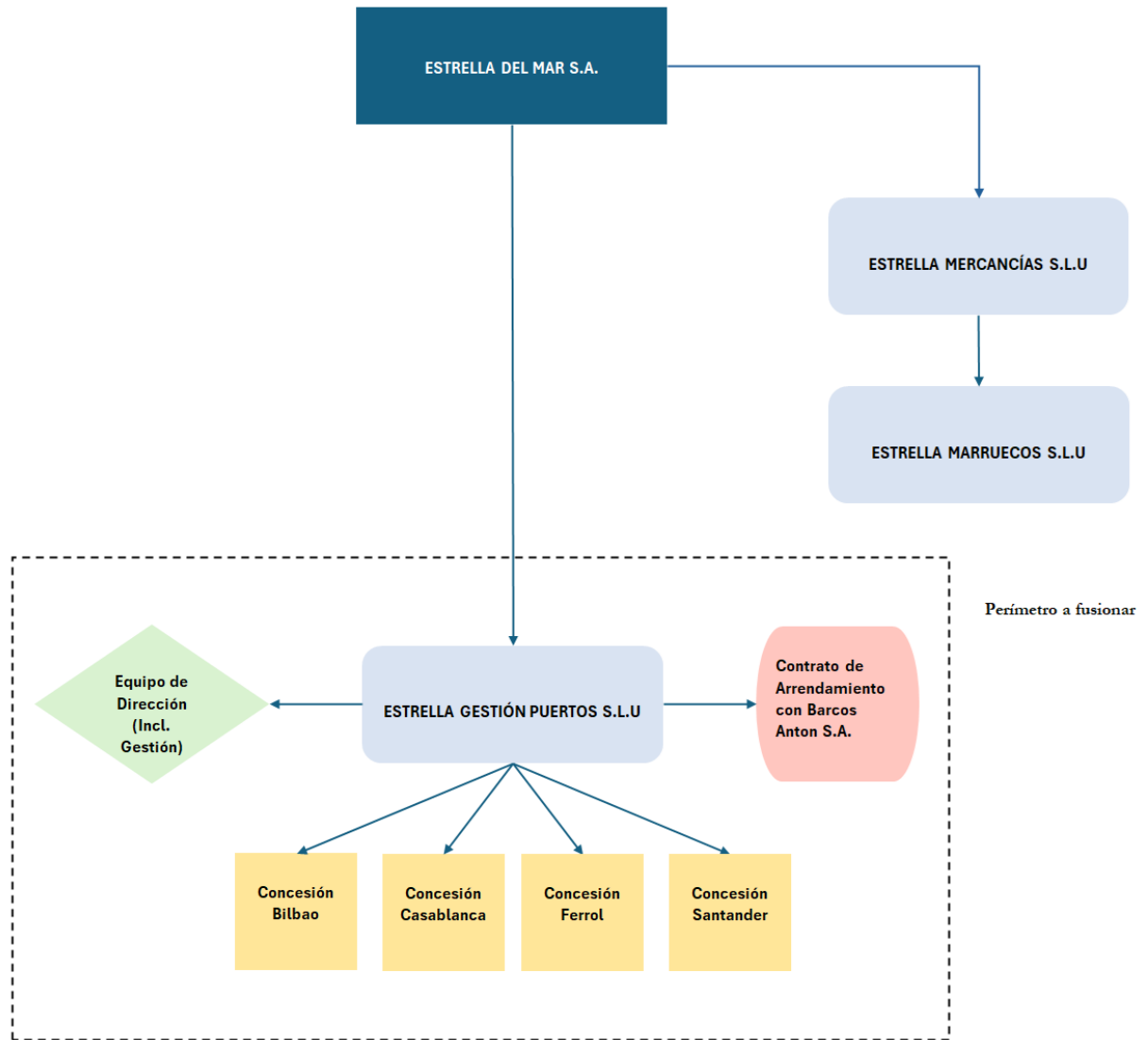
El vendedor ha manifestado que preferiría evitar la posibilidad de venta intragrupo, por lo que a continuación presentaremos una guía para reorganizar la sociedad, aglutinando los activos a transferir en ESTRELLA GESTIÓN sin necesidad de recurrir a la venta intragrupo.

Las operaciones internas serán las siguientes:

**1. Escisión parcial** de los activos y derechos de ESTRELLA, por la que los activos de ESTRELLA se traspasan a ESTRELLA GESTIÓN. Esto incluye el equipo de dirección, la concesión de Bilbao y el contrato de arrendamiento con Barcos Anton.

**2. Fusión por absorción** de ESTRELLA MARRUECOS S.L.U por ESTRELLA GESTIÓN, para adquirir la concesión de Casablanca.

Tras la reestructuración, la estructura que quedaría sería la representada en el siguiente organigrama:



Notificar a las entidades pertinentes

Para que se puedan ceder las concesiones portuarias, es necesario notificar a las partes para que sepan y que quede constancia de que AH va a sustituir a ESTRELLA en sus derechos y obligaciones. La notificación no es una cortesía, es un requisito para que la operación salga adelante. No comunicar debidamente estos cambios puede resultar en la caducidad o revocación de la concesión, de manera que ésta no se podrá ceder y AH no podrá explotar las concesiones. Es evidente que esto es una situación indeseable.

- Respecto de las concesiones de ESTRELLA GESTIÓN (Ferrol y Santander)  
Aunque estas concesiones ya forman parte de la Sociedad objeto de la fusión y no se tiene que notificar su cambio de titularidad, sí se tiene que notificar a la

Autoridad Portuaria que el socio único de ESTRELLA GESTIÓN pasa a ser ATLAS CAPITAL y que se cambia la denominación social de la sociedad resultante de la fusión.

- Respecto de la concesión de Bilbao

La Ley de Puertos del Estado contempla la transmisión una concesión portuaria, pero sólo cuando se sigue con el procedimiento establecido en su artículo 92. En caso de no realizar esta notificación, que se podría hacer en línea, el art. 98 expone que la notificación de la cesión es causa de caducidad. Esto implica que en caso de que el director de la Autoridad Portuaria incoe el expediente de caducidad, se podrá paralizar la concesión, teniendo Estrella Gestión 10 días para aportar la documentación que acredite la cesión. En caso de no aportar la documentación o que la consiguiente resolución sea desestimatoria, se declarará la caducidad, que conllevará la pérdida de garantías.

- Respecto a la concesión de Casablanca

Tal como pasa con la concesión de Bilbao, es necesario comunicar a las autoridades portuarias el cambio de titularidad de la concesión. La ley aplicable a la concesión de Casablanca es la Ley de Puertos Marroquí. El art. 15 de esta ley establece que la concesión será revocada sin ningún derecho al resarcimiento, si la concesión se ha transferido sin la autorización de la Agencia Nacional Portuaria.

- La notificación a Barcos Anton S.A.

En el caso del contrato de arrendamiento por los remolcadores con BARCOS ANTON S.A., dependerá de lo estipulado en el contrato de arrendamiento vigente suscrito. Tras la segregación y la cesión de rama de actividad, AH sustituiría en la relación jurídica a ESTRELLA en el contrato de arrendamiento. El procedimiento que seguir dependerá de la cláusula de cesión o de cambio de control que se incluya en el contrato. De todas maneras, la SAP de Granada, 3ª, de 20 de mayo de 2020 considera que el consentimiento de un tercero no es requisito legal en la modificación estructural.

Respecto a la segregación, la responsabilidad solidaria prescribe a los 5 años (art. 70 LME) las obligaciones anteriores a la transmisión hasta el importe de los activos netos.

También responderán solidariamente respecto a las obligaciones laborales insatisfechas nacidas con anterioridad a la transmisión durante 3 años. El art. 44.3 ET establece el plazo de 3 años que es un plazo de caducidad que comienza a contar desde la fecha de la sucesión empresarial, y que limita temporalmente la responsabilidad solidaria entre la empresa cesionaria y la cedente.

La responsabilidad también se extenderá a las obligaciones derivadas de la falta de ingreso de las retenciones e ingresos a cuenta practicadas o que se hubieran debido practicar, y a la deuda tributaria contraída del anterior titular y derivadas de su ejercicio. Serán responsables solidarios durante 4 años. (art. 42 y 66 LGT)

### **III. Procedimiento Judicial**

Según nos ha informado, se ha descubierto un procedimiento judicial abierto por parte de Generali Seguros SA en reclamación de 36 000 €. La reclamación se fundamenta en un incidente ocurrido en el puerto de Bilbao, por los daños sufridos en una plataforma elevadora propiedad de su asegurado. Los daños fueron ocasionados durante la realización de trabajo de estiba llevados a cabo por una grúa pórtico, propiedad de ESTRELLA.

La demanda por la aseguradora Generali tendría varias consecuencias para la realización de la operación. A pesar de no ser una cuantía muy elevada en comparación con la magnitud de la operación, debe ser tenido en cuenta. Por ello, nos gustaría transmitir tranquilidad al cliente porque en un principio no supondría una contingencia importante que afecte de manera decisiva a la operación.

La existencia de esta reclamación por parte de la compañía aseguradora se basa en el ART. 43 de la Ley de Contrato de Seguro, donde la aseguradora tiene la posibilidad de dirigirse contra las personas que ocasionaron los daños a su asegurado. Atendiendo a las circunstancias y a la cantidad reclamada (superior a 6.000 euros), estaríamos ante un procedimiento de juicio ordinario.

Las consecuencias del procedimiento judicial serían principalmente las derivadas del procedimiento de reclamación, dependiendo de si la sentencia le sea favorable o desfavorable. En caso de perder el procedimiento, ESTRELLA tendría que abonar la cantidad reclamada, además del interés y las costas procesales (en su caso), al igual que cubrir sus propios costes de defensa y otros gastos aparejados al procedimiento (e.g. desplazamientos).

Respecto a los profesionales que deberían intervenir, serían como mínimo tres:

1. Abogado: Encargado de la defensa del caso. Es preceptiva la intervención de un abogado al ser un procedimiento ordinario (Art. 31 LEC) En su caso, podrá optar por un abogado radicado en Bilbao, con experiencia en litigios de reclamación de daños. Los honorarios que podrían cobrar variarían entre el despacho y el profesional elegido, se pactarán entre el cliente y abogado, pues se considera que una escala de precios de abogados a nivel nacional es anticompetitiva. Estimamos que sería un total de entre 3000-8000€ en honorarios totales, incluyendo la provisión de fondos inicial.
2. Procurador: Encargado de la representación procesal. Es obligatorio contratar a un perito ya que la reclamación es superior a 2.000 €. A diferencia de los abogados, los costes de los procuradores son fijos, siendo los aranceles correspondientes del procurador de 714 €, tal como se fija en el Real Decreto 434/2024, de 30 de abril.
3. Peritos Técnicos: Expertos encargados en determinar y cualificar/cuantificar los daños. Cada parte puede designar a peritos si lo estima conveniente (Art. 336 LEC), o se puede solicitar al tribunal que nombre uno (Art. 339 LEC). Nosotros recomendamos que, aunque pueda ser más caro, opte por designar a un buen perito, pues el peritaje puede ser prueba determinante del juicio, especialmente en un litigio de reclamación de daño como el presente. Como sucede con el abogado, los honorarios del perito serán los que se pacten con el profesional, que deberán presentar un presupuesto previo. A modo orientativo, el peritaje podría costar entre 2500-5000 €, teniendo que abonar una provisión de fondos con anterioridad.



Es muy probable que el juicio siga pendiente para cuando ya se haya completado la fusión, de manera que en caso de que se dicte sentencia condenatoria, sería AH la responsable de hacer frente a las antiguas obligaciones legales de ESTRELLA, tras la transmisión de la concesión de gestión del puerto de Bilbao.

Una opción que tiene el cliente, y la más recomendable sería regular este aspecto en el contrato de compraventa con ESTRELLA. Existen varias maneras de hacerlo, se podría optar mediante una cláusula MAC/MAE refiriéndose a la sentencia condenatoria, pero atendiendo a la relativa baja cuantía del procedimiento, sería preferible optar por una *specific indemnity*. Esto es, una cláusula por la que ESTRELLA se obligaría a cubrir todas las consecuencias originadas o derivadas del procedimiento judicial, incluyendo, pero no limitado a cubrir los costes de defensa de AH. La inclusión de esta cláusula garantiza que ESTRELLA no “escurra el bulto” del litigio a AH.

En el caso de que se haya contratado un seguro de *I&R Insurance*, es posible que, en caso de sentencia condenatoria, estas cuantías también sean cubiertas.

En el supuesto de que ESTRELLA sea condenada antes de la finalización de la fusión, entonces será la propia ESTRELLA quien deberá soportar las cuantías. En caso de que cuente con un seguro que cubra la responsabilidad civil, los gastos serán cubiertos por la aseguradora (atendiendo a lo que establezca la póliza, en su caso).

La última opción, siendo la menos recomendable y probable, sería estudiar la posibilidad de que ESTRELLA llegase a un acuerdo extrajudicial con la aseguradora. Aunque conllevaría la desventaja de no celebrar juicio, la celeridad y seguridad que aportarían de cara a la fusión y cambio de control tiene sus beneficios.

#### **IV. Compromiso de no competencia**

A ATLAS le preocupa que ESTRELLA siga compitiendo con ellos una vez finalizada la inversión. Para ello, resulta idóneo una cláusula o pacto de no competencia (“NCA”).

A ATLAS le interesaría solicitar un NCA de 5 años de duración aplicable a toda la región del mediterráneo, sin embargo, ya le adelantamos a nuestro cliente que esta cláusula puede resultar demasiado restrictiva.

En nuestro ordenamiento jurídico, no están explícitamente regulados los pactos de no competencia de este tipo, pero nos podemos guiar por la autonomía de la voluntad de las partes, siempre dentro de un marco legal (Art. 1255 CC)

No obstante, nuestro TS consideró<sup>3</sup> que *“la cláusula de inhibición está justificada, salvo que, por su duración, su ámbito geográfico y su contenido excediese de lo razonablemente útil o conveniente para garantizar que el valor de la transmisión no se viera deteriorado por la actuación del transmitente”*

Por otro lado, y aunque no resulta vinculante para los tribunales españoles, hay una comunicación de la Comisión<sup>4</sup> que divulga que las cláusulas inhibitorias de la competencia se pueden justificar por un máximo de tres años en operaciones de compraventa si se transfiere la clientela como fondo de comercio y conocimientos técnicos. Si sólo incluye el fondo de comercio, el plazo es de dos años.

Por otra parte, la Audiencia Provincial de Madrid en la sentencia 350/2015, 4 de diciembre de 2015, falló que las cláusulas de no competencia superiores a dos años son parcialmente nulas.

Lo normal/recomendable es que el NCA tenga una duración máxima de dos años, y que el ámbito geográfico quede limitado a un área razonable, ambos ser proporcional. Por proporcional, debe tener en cuenta la hipotética competencia que puedan tener. Para ello, hay que definir el mercado relevante,<sup>5</sup> que se compone tanto de mercado de producto/servicio como de la zona geográfica en la que se ofrece.

---

<sup>3</sup> (ECLI:ES:TS:2012:4006)

<sup>4</sup> (Comunicación 2005/C56/03),

<sup>5</sup> Commission Notice on the definition of relevant market for the purposes of Community competition law

En segundo lugar, la empresa vendedora está buscando desinvertir y vender su parte de negocio de gestión portuaria, por lo que, a priori, no deberían ser empresas potencialmente competidoras en un futuro. No obstante, es normal e incluso recomendable incluir este tipo de cláusulas para “cubrirse las espaldas.”

Como adelantábamos con anterioridad, resultaría útil analizar el mercado relevante para determinar el alcance de la cláusula limitativa de la competencia. El concepto de “mercado relevante”, tal y como queda definido por la Comisión Europea, se compone de dos dimensiones:

1. Dimensión **del producto**
2. Dimensión **geográfica**

La dimensión del producto/servicio es, en nuestro caso, la gestión portuaria. El criterio principal para determinar si dos productos pertenecen a la misma dimensión es la *sustituibilidad.*, descrito en los casos T-210/01, General Electric/Comisión y C-333/94, Tetra Pak/Comisión. Teniendo en cuenta que el negocio de transporte marítimo y el de gestión portuaria cumplen objetivos distintos no sustituibles, podemos concluir que, por lo menos por ahora, la probabilidad de competencia directa es muy baja.

Atendiendo a los criterios anteriormente expuestos, le recomendamos al cliente que rebaje la limitación temporal a 2 años, y que ajuste la zona geográfica a la zona donde realiza su actividad económica, pues la zona del mediterráneo es excesiva ya que competirían únicamente en el sur de España y norte de Marruecos.

El paso final (y realmente el más importante) es comunicar todo ello a la CNMC. Si la CNMC no autoriza la operación, no se podrá seguir adelante con la fusión. Se deberá prestar atención a los umbrales descritos en el art. 8 de la LDC. Son tres criterios para que la operación sea autorizada:

1. Cuota de mercado por debajo del 30% del mercado relevante
  - a. Salvo:
    - i. Volumen de negocios por debajo de 10 millones de €

- ii. Las partes no alcancen una cuota individual o conjunta igual o superior del 50%
2. Volumen de negocios por debajo de 240 millones de €, si los dos participantes facturando por debajo de 60 millones.
3. Que no sea una concentración de dimensión comunitaria del Reglamento 139/2004

No obstante, ante una negativa de la CNMC, sería posible plantear recurso de reposición ante la CNMC. Si la apelación es desestimada, se podría acudir en un plazo de dos meses al orden contencioso-administrativo para recurrir la decisión.

## **2.º Dictamen**

**Cliente:** ESTRELLA DEL MAR

**Objeto:** Adquisición del 29.7% de OCEANSHIP por ESTRELLA. Valoración y planteamiento de una posible absorción de ESTRELLA por OCEANSHIP. Valoración de acciones legales derivadas de un supuesto incumplimiento de un pacto de socios.

---

---

### **I. La adquisición minoritaria y la necesidad de lanzar una OPA**

ESTRELLA está valorando adquirir una participación minoritaria del 29.7% en OceanShip, empresa cotizada, y se pregunta si hay necesidad de formular una OPA obligatoria.

En términos generales, el umbral a partir del cual es obligatorio lanzar una OPA es un 30% de control (regulado en el art. 4 del RDOPAs). A priori, la compra del 29.7% de OCEANSHIP no debería obligar a formular la OPA, pero debemos tener en cuenta que la familia Machado (que controla el 88% de Estrella) ya tiene un 3.5% a través de una sociedad patrimonial.

Para determinar si es necesario lanzar una OPA o no, hay que analizar las cuotas de participación que tendría los dos accionistas y la sociedad en conjunto.

La familia Machado tiene el 88% de ESTRELLA, de manera que, proporcionalmente hablando, le corresponde el 26.136 %. Si sumamos el 3.5% que tiene a través de su sociedad patrimonial, su cuota es del **29.636% < 30%**.

La familia Azcona tiene l 2% de ESTRELLA, de manera que, tienen el **3.564% < 30%**  
OceanShip adquiere el **29.7% < 30%**.

No habría obligación de lanzar una OPA en ninguno de los tres casos.

#### Programa de Recompra del 1% Acciones

OceanShip tiene previsto lanzar un programa recompra de acciones en los próximos meses. Esto significario que OceanShip adquiriría sus propias acciones en autocartera, que y se verán suspendido sus derechos de voto.

Por una parte, los accionistas se podrían beneficiar del programa de recompra, pues el valor de sus acciones aumentaría., al igual que su ratio de dividendos cobrados. Además, tiene ventajas fiscales, al no estar sujeta a impuestos directos de dividendos, y el pago de los impuestos se podría aplazar pues se aplicaría en el momento de la venta.

Por otra parte, el plan de recompra de acciones reduciría el capital disponible a la empresa, que tras una reestructuración y una fusión sería interesante una inyección de capital para invertir en el futuro de la compañía.

Incidentalmente, el programa de recompra altera las proporciones que son adquiridas en la compraventa de la participación minoritaria de OCEANSHIP, al calcularse su totalidad de acciones respecto del 99% en vez de el 100%.

- Si la recompra se realiza **antes** de la adquisición:

Si el programa de recompra se efectuaría antes de la adquisición, significaría que tras la recompra, las acciones del float de OCEANSHIP partirían del 99% pues un 1% estaría en autocartera.

Este 1% en autocartera conllevaría la suspensión de los derechos correspondientes a esas acciones, y por ello, se ajustaría proporcionalmente la cuota de participación de los accionistas anteriores.

Todo ello implicaría que la cuota de la familia Machado en OCEANSHIP, de un 3.5%, se viera ajustada proporcionalmente.

De esta manera, teniendo en cuenta el programa de recompra de acciones de OceanShip, del 1%, resultaría que las acciones totales serían el 99%, viéndose incrementada la proporción de cada uno de los accionistas de OCEANSHIP, incluyendo a la familia Machado.

Mediante una simple regla de tres inversa:

$$3,5\% \rightarrow 100\%$$

$$x_1\% \rightarrow 99\%$$

$$\Rightarrow \frac{3,5 \times 100}{99} = 3,53$$

El cómputo anterior nos proporcionó el porcentaje correspondiente que tendría la familia Machado sobre las acciones de OCEANSHIP una vez finalizado el programa de recompra. Como el programa de recompra ya ha surtido efectos en la distribución de las acciones, se desprende que la compra del 29.7% de OCEANSHIP por Estrella no variaría en su porcentaje. Por ello, el porcentaje correspondiente a la familia Machado sería el 26.136%. Sumando los dos porcentajes, calculamos que el porcentaje final que adquiere la familia Machado 29,67135353535354 %. Es decir, es inferior al umbral del 30% establecido en el RDOPAs, por lo que no habría necesidad de plantear una OPA obligatoria tras realizar la venta.

Como la recompra antes de la adquisición no afectaría a los porcentajes de Estrella o de la familia Azcona al no tener acciones en OCEANSHIP, no entramos a analizarlos.

- Si la recompra se realiza **después** de la adquisición:

En el caso de que el programa de recompra se lleve a cabo tras la adquisición de OceanShip, el resultado sería distinto.

El porcentaje que adquiriría OCEANSHIP sería:

$$\%_{Tras\ Recompra} = 29.7 \times \frac{100}{99} = 30\% = 30\% - \text{Obligación lanzar OPA}$$

El porcentaje de votos de OCEANSHIP que ESTRELLA adquiriría es exactamente igual a 30, de manera que estaría obligada la sociedad a formular una OPA.

Respecto a la familia Machado, su porcentaje sería un 29.935%, y la familia Azcona, de un 3.6%. Aunque no tendrían obligación de lanzar OPA a nivel individual, sí lo tendría que hacer la sociedad.

#### La fusión por absorción de ESTRELLA por OCEANSHIP

ESTRELLA nos expone que su consejo ha mantenido conversaciones con el consejo de OCEANSHIP, y están explorando combinar sus negocios, pasando a controlar la familia Machado un 57% de la sociedad resultante.

Como ya se expuso en el anterior apartado, el umbral general para lanzar una OPA obligatoria es del 30% o más de control. En este caso es evidente que se supera este porcentaje. El hecho que se formule mediante una fusión tampoco eximiría de esta obligación, pues de acuerdo con el art. 7.1.a) del RDOPAs, se consideraría una toma de control indirecta o sobrevenida, y se debería lanzar una OPA.

Sin embargo, las sociedades se podrían beneficiar de una excepción a la norma general. El art. 8 g) del RDOPAs. establece una exención a la obligación de formular una OPA cuando, si como consecuencia de la fusión alcanzan un porcentaje superior al 30%, *“siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial”* Por último, la CNMV tendrá un plazo de 15 días para dar el visto bueno a la situación anterior y confirmar la exención tras ser notificada de la operación de fusión. De esta manera, es

posible que las dos empresas se fusionen sin necesidad de plantear una OPA, siempre y cuando se cumplan los dos requisitos y la CNMV apruebe la excepción.

No debería ser complicado justificar el objetivo industrial o empresarial, es recomendable la elaboración de un informe, en el que se podrían alegar las posibles eficiencias del transporte de mercancías por las rutas del mediterráneo, así como la posibilidad de comunicar los puertos del norte de España con los del levante mediterráneo, o que permitiría un mayor aprovechamiento de la ruta marítima con Casablanca etc.

No obstante, la familia Machado tiene un 88% de control de Estrella, de manera que, en caso de votar en contra de la fusión, ésta no podría prosperar.

Por este motivo, será obligatorio lanzar una OPA obligatoria para llevar a cabo la fusión si no se cambia la estructura de la sociedad y la proporción de participaciones.

## **II. Calendario y pasos a seguir para la fusión**

A grandes rasgos, hay tres fases principales en toda fusión empresarial, la fase preparatoria, la decisoria y la ejecutoria:

1. Fase Preparatoria
2. Fase Decisoria + OPA
3. Fase Ejecutoria

### Fase Preparatoria (2-3 meses)

Es la fase en la que se produce y contrasta la documentación. Se forman los grupos de trabajo, se sube la documentación a una VDR y se realiza una Due Diligence inicial.

Se elabora el Proyecto de Fusión que deberá contener, de acuerdo con el art. 228 RM:

- La identidad de las sociedades participantes
- El tipo de canje de acciones
- Fecha de efectos contables
- Estatutos de la sociedad resultante



- Derechos especiales y ventajas
- Procedimiento de canje

También se deberá preparar los balances de fusión, los informes de administradores y de expertos (art. 41 del RD 5/2023).

Una vez comprobado que la fusión puede seguir adelante, se pasa a la siguiente fase.

#### Fase Decisoria (2-3 meses)

Los administradores deben convocar a las JG, mediante anuncio en la página web con 15 días de antelación, informando debidamente a los accionistas. Ambas sociedades deberán aprobar el proyecto de fusión en sus respectivas juntas.

Normalmente, se continuaría a la fase ejecutoria, en nuestro caso se debe formular una OPA para la adquisición. La oferta debe ser pública y difundida. Se debe elaborar un folleto informativo (art. 18 RD 1066/2007) y se determina el precio equitativo. Una vez esté listo se debe presentar ante la CNMV junto a la documentación complementaria correspondiente. La CNMV dispondrá de 20 días para comunicar si se ha autorizado la oferta o no. (art. 21 RD 1066/2007). Esta fase adicional supondrá otros 3-4 meses.

#### Fase Ejecutoria (3 meses)

En la última fase, se elevan a público los acuerdos y se inscriben en el Registro Mercantil. También es cuando se lleva a cabo la integración de las dos sociedades.

### **III. Incumplimiento del Pacto de Accionistas**

La familia Machado y la familia Azcona suscribieron un pacto de socios en 1987, que otorgaba un derecho de “veto” a la familia Azcona, pues se pactó que para realizar modificaciones estructurales, era necesaria su aprobación. Los Azcona no se han referido a este derecho con anterioridad, pero sí han dejado constancia de su oposición a las modificaciones estructurales.

En primer lugar, el acuerdo de accionistas sigue vigente, a pesar de ser anterior a la ley actual. Es un pacto entre las partes y por tanto vinculante entre ambas (1255 CC). Sin

embargo, la buena noticia es que los pactos parasociales vinculan entre socios, y por tanto no son oponibles a la sociedad (Art. 29 LSC).

La familia Azcona podría, en virtud del art. 204 de la LSC, solicitar la impugnación de los acuerdos de fusión. Para ello, se seguiría el cauce de juicio ordinario, y la acción de impugnación caducará dentro de un año desde la fecha de adopción del acuerdo.

### Sobre la validez de la fusión de acuerdo con su inscripción

Si la fusión ya se ha inscrito en el Registro Mercantil, sería más complicado anularla, pues de acuerdo con el art. 16 del RD 5/2023, “no podrá declararse la nulidad de una modificación estructural una vez inscrita”. La familia Azcona podría emprender acciones resarcitorias frente a socios y terceros.

Si aún no se hubiera inscrito la fusión, la familia Azcona podría solicitar medidas cautelares en el marco del litigio para suspender la inscripción de la misma (Art. 721 LEC) De esta manera, podría evitar su inscripción y en caso de ser la sentencia estimatoria, podría afectar a la validez de la fusión, en caso de que se confirmaran las medidas cautelares.

## **3.º Dictamen**

**Cliente:** Sociedad resultante de la fusión (alias OCEANSTAR)

**Objeto:** Diseñar un plan de *scrip dividend*, teniendo en cuenta las consideraciones con la familia Azcona.

---

---

### Introducción

El Consejo de la sociedad resultante de la fusión (a la que llamaremos a efectos de este análisis OCEANSTAR) está considerando implementar un plan retribución de *scrip dividend* para atraer a nuevos inversores institucionales. No obstante, la familia Azcona se opone a este nuevo plan, alegando que el “derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad.”

Atendiendo a la solicitud del Consejo de Administración de la recién creada OCEANSTAR, procederemos a analizar la viabilidad jurídica del programa de *scrip dividend*, teniendo en consideración las preocupaciones del socio minoritario.

### Características del *scrip dividend*

Un plan de *scrip dividend* o de dividendo flexible es un mecanismo de retribución a los accionistas que ofrece la opción de recibir el dividendo mediante nuevas acciones o en metálico. Es decir, los accionistas tendrían la facultad de decidir si quieren recibir el dividendo en metálico o en nuevas acciones, o incluso una combinación de ambas.

Este sistema se utiliza sobre todo para retribuir a los accionistas sin afectar la liquidez de la empresa a la hora de repartir dividendos. Es una manera de distribuir dividendos sin descapitalizar a la empresa, pues se retienen los recursos financieros dentro empresa cuando se opta por recibir el dividendo en acciones.

Para los accionistas aporta flexibilidad, pues tiene la opción de ser retribuidos tanto en nuevas acciones sin coste o en metálico. En el caso de optar por recibir acciones, los accionistas recibirían nuevas acciones sin coste alguno. Además, tendría la ventaja de que no se aplican retenciones del IRPF.

El sistema de dividendo flexible es especialmente atractivo para inversores institucionales que buscan rentabilizar su inversión en una sociedad recién fusionada y con gran potencial de crecimiento. A diferencia de un inversor individual, por lo general no tienen tanta necesidad de obtener liquidez a corto plazo, de manera que recibir acciones en vez de dinero como dividendo es una manera de aumentar su participación sin coste.

### Implementación del plan de *scrip dividend*

Un plan de *scrip dividend* destaca por su flexibilidad, pues permite a los accionistas elegir si prefieren el dividendo en efectivo o en nuevas acciones gratuitas. Sin embargo, aunque se empleen los términos “efectivo” o “nuevas acciones gratuitas”, hay algunos matices que los accionistas de OCEANSTAR deben tener en cuenta.

En primer lugar, aunque es cierto que el accionista conserva su derecho a recibir las acciones en metálico, no es un proceso inmediato, pues en un plan de *scrip dividend*, el accionista recibe derechos de asignación gratuita sobre las nuevas acciones. Con estos derechos asignados, el accionista tendrá tres modalidades de recibir el dividendo:

1. En efectivo, vendiendo los derechos asignados correspondientes a las nuevas acciones. La venta se podrá realizar:
  - a. En el mercado, de acuerdo con las condiciones normales de mercado.
  - b. A la propia compañía, a un precio fijado previamente
2. Hacer uso de sus derechos de asignación gratuita y recibir el dividendo en acciones sin coste alguno.
3. Una mezcla de las dos anteriores.

La creación de las acciones nuevas se hará mediante un aumento de capital, que deberá cumplir con los requisitos legales (62 LSC).

El aumento de capital podrá hacerse:

1. Con cargo a reservas/beneficios – La primera y más común es mediante una ampliación de capital con cargo a reservas. Esto supondría que los accionistas recibirían nuevas acciones sin coste alguno, a cambio de la liquidez que aportaría el dividendo en metálico. Este mecanismo está contemplado en el art. 295 y 303 de la LSC.
2. Con cargo a acciones en autocartera – En el caso de que la sociedad tenga acciones en autocartera.

Para llevar a cabo la ampliación de capital, el administrador (mediante anuncio en la página web) deberá convocar la Junta General/Extraordinaria de accionistas que deberá aprobar por mayoría ordinaria el plan, salvo que los estatutos hayan establecido otra fórmula respecto las mayorías (201 LSC). Habrá que comprobar si en los Estatutos Sociales de OCEANSTAR se permite la creación del plan de dividendo flexible. En caso negativo, deberán someter a votación la modificación de los Estatutos, que suele estar reforzado con mayorías más amplias.

Una vez convocada la Junta, se deberá introducir en el orden del día el scrip dividend. Deberá incluirse también la aprobación del informe de los administradores y un informe escrito de justificación para la modificación de los Estatutos (286 LSC). Este informe es crucial, pues se deberá esclarecer los motivos y la necesidad razonable de OCEANSTAR

para optar por este modelo de retribución. A este respecto, la STS 873/2011 del 7 de septiembre y la controvertida STS 9/2023 del 11 de enero permitirían la impugnación del reparto de dividendos por un socio minoritario (familia Azcona) si el reparto es abusivo. Se considerará abusivo si no responde a una necesidad razonable, si se ha adoptado por la mayoría en interés propio y si ocasiona un perjuicio injustificado<sup>6</sup>. De nuevo, reiteramos la importancia de justificar la necesidad razonable del *scrip dividend*. Por último, se deberá incluir la manera de cómputo de acciones y el tipo de canje.

Para que el aumento de capital sea válido, se deberá evidenciar la realización de aportaciones mediante certificado, se otorgará ante Notario y se deberá inscribir el Registro Mercantil.

#### Fórmula “por defecto”

En nuestro ordenamiento no hay un límite sobre el sistema de retribución del *scrip dividend*, ni sobre la opción que debería operar por defecto. Es común que en su implementación se opte por distribuir los dividendos en acciones, práctica que ya han implementado varias sociedades que cotizan en el IBEX<sup>78</sup>. Esto implicaría que, en caso de no manifestarse, los accionistas recibirían sus dividendos en forma de acciones.

No obstante, debido a la oposición de la familia Azcona, se podría optar también por implantar un sistema que por defecto se reciba el dividendo en acciones. En ambos casos, sería el accionista quién tendría la potestad de decidir si recibir el metálico o en acciones.

Respecto al canje de acciones, para calcular a cuántos derechos de asignación gratuita tendría cada socio, se suele atender a la proporción de la cuota de cada socio del *scrip dividend* (304 LSC). Por ejemplo, lo habitual usar una ratio 1:1, por la que los socios

---

<sup>6</sup> Osborne Clarke, *El reparto forzoso de dividendos a la luz de la Sentencia del Tribunal Supremo 9/2023 de 11 de enero*, 2023, <https://www.osborneclarke.com/es/insights/el-reparto-forzoso-de-dividendos-la-luz-de-la-sentencia-del-tribunal-supremo-92023-de-11>

<sup>7</sup> *Preguntas Frecuentes Scrip Dividend*, REPSOL <https://www.repsol.com/content/dam/repsol-corporate/es/accionistas-e-inversores/pdf/preguntas-frecuentes-scrip-dividend.pdf>

<sup>8</sup> *PREGUNTAS Y RESPUESTAS EN RELACIÓN CON EL AUMENTO DE CAPITAL LIBERADO*, Santander, <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/en/contenido-paginas/accionistas-e-inversores/la-acci%C3%B3n-santander/dividendos/information-in-spain-about-scrip-dividend-in-new-shares-fully-paid-capital-increase-november-december-2020-en.pdf>

tendrían derecho a recibir un derecho de asignación gratuita por cada acción de la que sean titulares. A continuación, también se debe establecer el tipo de canje entre los derechos de asignación gratuita y las acciones correspondientes. Esto es, la conversión de los derechos en acciones. En el caso de que la conversión tenga derechos sobrantes (e.g. 10 derechos con una relación de canje 3:1 otorgarían 3.33 acciones), se podrán compensar con pago en efectivo.<sup>9</sup>

En conclusión, la fórmula “por defecto” no es un elemento especialmente importante, pues sólo es cuestión que los accionistas hagan valer su derecho de decidir en el plazo acordado.

#### Sobre “el derecho a recibir el dividendo en metálico”

La familia Azcona, socio minoritario de la compañía, se opone a la implantación de este sistema retributivo, alegando que “el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad.” Aunque es una preocupación comprensible como accionista individual, no resulta del todo correcta, como expondremos a continuación.

En primer lugar, “la esencia del contrato de sociedad”, que se puede considerar descrita en el artículo 116 del CCom, no se refiere al directamente al derecho al dividendo, sino a la puesta en común de obligaciones para obtener lucro.

En segundo lugar, la familia Azcona identifica correctamente el derecho a recibir dividendos, descrito en el art. 93 a) de la LSC, que reza uno de los derechos mínimos de los socios de una compañía será el de “participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación.”

Ahora bien, la familia Azcona comete una imprecisión: considerar que el dividendo debe ser recibido en metálico. Éste es precisamente el punto de fricción entre la decisión del Consejo y los Azcona, pues en realidad no existe obligación de distribuir los dividendos en metálico, ya que de acuerdo con el art. 276 de la LSC, “en el acuerdo de distribución de dividendos determinará la junta general el momento y la forma de pago.”

---

<sup>9</sup> [https://www.reigjofre.com/descargas/esp/inversores/hechos\\_rel/2019-04-30-HR-condiciones-scrip-dividend-e-informe-explicativo-2-esp.pdf](https://www.reigjofre.com/descargas/esp/inversores/hechos_rel/2019-04-30-HR-condiciones-scrip-dividend-e-informe-explicativo-2-esp.pdf)

Además, si OCEANSTAR instaura el sistema de retribución de *scrip dividend*, los socios tendrían la posibilidad de elegir, no se privaría a la familia Azcona del derecho de recibir el dividendo en metálico. Es un sistema de retribución flexible, de manera que los socios pueden decidir si prefieren el dividendo en nuevas acciones o vender estos derechos de suscripción a cambio de liquidez (en metálico). La venta de estos derechos deberá tratarse como si fuera una venta de las mismas acciones (Art. 306 LSC) No obstante, el socio que prefiera ser reembolsado en metálico en vez de en nuevas acciones deberá tener en cuenta que su cuota de participación en la empresa disminuiría tras el aumento de capital liberado.<sup>10</sup>

En resumen, la implantación del sistema *scrip dividend* es una manera que tiene la recién fusionada OCEANSTAR de atraer a nuevos inversores sin necesidad de emitir efectivo para pagar los dividendos. El plan de aprobación de *scrip dividend* se podría llevar a cabo sin problema, siempre y cuando la Sociedad respete los derechos de la familia Azcona.

---

<sup>10</sup> RWB, ¿Qué es un *scrip dividend*?, 2016 <https://rwb.es/que-es-un-scrip-dividend/>

## **Bibliografía y fuentes**

<https://marketing.hsf.com/178/31294/landing-pages/des0001167-spanish-dawn-raids-v4.pdf>

[GR07 OPV OPS.pdf \(cnmv.es\)](#)

[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/12/05/companias/1512495446\\_335195.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/12/05/companias/1512495446_335195.html)

### **Leves**

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

<https://www.boe.es/eli/es/rdl/2023/06/28/5>

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

<https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/07/27/1066/con>

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

<https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/07/27/1066/con>

Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.

<https://www.boe.es/eli/es/l/2000/01/07/1/con>

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

<https://www.boe.es/eli/es/l/2023/03/17/6/con>



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

<https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2010/07/02/1/con>

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

[BOE-A-2011-16467 Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante.](#)

Ley de Puertos Marroquí

[https://www.anp.org.ma/fra/Documents%20partages/Lois\\_et\\_reglementation/Loi\\_n15-02/Loi\\_n15-02.pdf](https://www.anp.org.ma/fra/Documents%20partages/Lois_et_reglementation/Loi_n15-02/Loi_n15-02.pdf)