



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

**MÁSTER UNIVERSITARIO EN ACCESO A LA ABOGACÍA Y A LA
PROCURA**

**CASO PRÁCTICO PARA EL TRABAJO FIN DE MÁSTER
ESPECIALIDAD DERECHO DE LA EMPRESA
CURSO 2024/2025**

DICTAMEN JURÍDICO

AUTOR: SAMUEL ADOLFO GRAU BOLÍVAR

DERECHO DE LA EMPRESA

TUTOR: SEBASTIÁN SAENZ DE SANTAMRÍA GARCÍA FRÍAS

ÍNDICE

1. ADQUISICIÓN. REORGANIZACIÓN SOCIETARIA DE ESTRELLA DEL MAR, S.A. PROCEDIMIENTOS ADMINISTRATIVOS Y JUDICIALES Y PACTO DE NO COMPETENCIA.

4

1.1. CUESTIONES RELATIVAS A LOS PROCEDIMIENTOS SANCIONADORES ADMINISTRATIVOS DE LA CNMC SOBRE ESTRELLA DEL MAR, S.A. , Y SUS POSIBLES CONSECUENCIAS ADVERSAS.	4
1.1.1. <i>Conclusiones</i>	6
1.2. CUESTIONES RELATIVAS A LA REORGANIZACIÓN SOCIETARIA SOBRE ESTRELLA DEL MAR, S.A.	8
1.2.1. <i>Aportaciones de EDM a la cuenta 118 de EGP</i>	10
1.2.2. <i>Escisión de EMAR y aportación de participaciones a favor de EGP</i>	13
1.2.3. <i>Estimación de calendario de reorganización societaria</i>	14
1.2.4. <i>Conclusiones</i>	16
1.3. CUESTIONES RELATIVAS A LA PROTECCIÓN CONTRACTUAL EN EL CONTRATO DE COMPRAVENTA (SPA).	17
1.3.1. <i>Conditions Precedent (CPs)</i>	18
1.3.2. <i>Medidas de protección en cuanto a responsabilidad de las partes</i>	19
1.3.3. <i>Medidas de protección sobre el precio</i>	20
1.3.4. <i>Conclusiones</i>	21
1.4. CUESTIONES RELATIVAS AL PROCEDIMIENTO JUDICIAL DE RECLAMACIÓN INICIADO POR GENERALI SEGUROS, S.A.	22
1.4.1. <i>Alcance y consecuencias del procedimiento judicial</i>	22
1.4.2. <i>Protección Contractual (SPA)</i>	23
1.4.3. <i>Profesionales implicados y propuesta de honorarios</i>	24
1.4.4. <i>Conclusiones</i>	25
1.5. CUESTIONES RELATIVAS AL ESTABLECIMIENTO DE UN COMPROMISO DE NO COMPETENCIA.....	26
1.5.1. <i>Conclusiones</i>	27
1.6. DECLARACIONES Y RESERVAS	28
2. ADQUISICIÓN Y/O FUSIÓN DE OCEANSHIP CON ESTRELLA DEL MAR.	4
2.1. CUESTIONES RELATIVAS A LA POSIBILIDAD DE ARTICULAR UNA COMPRAVENTA DE OCEANSHIP SIN OBLIGACIÓN DE LANZAR OPA OBLIGATORIA POR PARTE DE ESTRELLA DEL MAR.....	4
2.1.1. <i>Umbral de control a efectos de OPA</i>	4
2.1.2. <i>Recompra de acciones de OSA</i>	7

2.1.3.	<i>Conclusiones</i>	8
2.2.	CUESTIONES RELATIVAS A LA FUSIÓN POR ABSORCIÓN ENTRE OCEANSHIP Y ESTRELLA DEL MAR Y LA POSIBILIDAD DE ARTICULAR LA MISMA SIN OBLIGACIÓN DE LANZAR OPA OBLIGATORIA POR PARTE DE LA FAMILIA MACHADO.....	9
2.2.1.	<i>Aplicación y requisitos de la exención del art. 8.g) del RD OPAs</i>	9
2.2.2.	<i>Calendario de actuaciones para la fusión de OSA y EDM</i>	11
2.2.3.	<i>Conclusiones</i>	13
2.3.	CUESTIONES RELATIVAS A LOS PACTOS DE ACCIONISTAS ENTRE LA FAMILIA MACHADO Y LA FAMILIA AZCONA, ASÍ COMO EL PROCESO DE LA FUSIÓN SIN LA OBSERVANCIA DE LOS MISMOS.....	13
2.3.1.	<i>Conclusiones</i>	17
3.	ESQUEMA DE <i>SCRIP DIVIDEND</i>. FUNDAMENTO E IMPLEMENTACIÓN JURÍDICA..	19
3.1.	CUESTIONES RELATIVAS A LA NATURALEZA Y ESTRUCTURACIÓN JURÍDICA DEL ESQUEMA SCRIP DIVIDEND.	19
3.1.1.	<i>Fundamentación e implementación jurídica del esquema scrip dividend.</i>	19
3.1.2.	<i>Conclusiones</i>	22
3.2.	CUESTIONES RELATIVAS A LA FÓRMULA QUE DEBE OPERAR POR DEFECTO EN EL SCRIP DIVIDEND Y LA SALVAGUARDA DEL INTERÉS DE LOS ACCIONISTAS.	23
3.2.1.	<i>Suscripción de acciones nuevas por defecto</i>	23
3.2.2.	<i>Retribución en metálico como esencia del contrato de sociedad</i>	25
3.2.3.	<i>Conclusiones</i>	28
3.3.	DECLARACIONES Y RESERVAS	29

DICTAMEN JURÍDICO DE SAGB ABOGADOS, S.L.P.
EMITIDO EN LO RELATIVO A LA COMPRAVENTA
DE PARTICIAPACIONES DE ESTRELLA GESTIÓN,
S.L.U.

A: Atlas Capital como (el “**Comprador**”, tal y como este término se define a continuación).

18 de diciembre de 2024

*Compraventa de participaciones sociales de la Estrella Gestión Puertos, S.L.U. (“**EGP**”) en el contexto de una propuesta de reorganización de societaria del grupo dominado por Estrella del Mar, S.A. (“**EDM**”) y de los procedimientos sancionadores administrativos y/o litigios civiles iniciados frente a las sociedades del grupo (en adelante, la “**Operación**”).*

SAGB ABOGADOS, S.L.P. ha actuado como asesor legal en el análisis de las cuestiones que el Comprador ha pedido abordar en el contexto de la Operación, con la finalidad de poder aportar nuestras recomendaciones y observaciones a cada una de las preguntas que nos han formulado (el “**Dictamen**”).

Específicamente hemos analizado:

1. Cuestiones relativas a los procedimientos administrativos sancionadores de la CNMC (como este término es definido en el Dictamen) sobre EDM y en particular sus posibles consecuencias adversas;
2. Cuestiones relativas a la reorganización societaria del grupo encabezado por EDM, centrándonos en la concentración del negocio de gestión portuaria en la entidad EGP;
3. Cuestiones relativas a la protección contractual en el contrato de compraventa (SPA, como este término se ve definido en el Dictamen), mediante la inclusión de cláusulas que reduzcan los riesgos expuestos en el contexto de la Operación.
4. Cuestiones relativas al procedimiento judicial de reclamación iniciado por Generali Seguros, S.A. (“**Generali**”) y en particular, el alcance del mismo, sus consecuencias adversas de dicho procedimiento y el equipo de profesionales que deberían estar implicado en el mismo; y
5. Cuestiones relativas al establecimiento de un compromiso de no competencia con el grupo vendedor encabezado por EDM.

ÍNDICE

1. ADQUISICIÓN. REORGANIZACIÓN SOCIETARIA DE ESTRELLA DEL MAR, S.A. PROCEDIMIENTOS ADMINISTRATIVOS Y JUDICIALES Y PACTO DE NO COMPETENCIA.

4

1.1. CUESTIONES RELATIVAS A LOS PROCEDIMIENTOS SANCIONADORES ADMINISTRATIVOS DE LA CNMC SOBRE ESTRELLA DEL MAR, S.A. , Y SUS POSIBLES CONSECUENCIAS ADVERSAS.	4
1.1.1. <i>Conclusiones</i>	6
1.2. CUESTIONES RELATIVAS A LA REORGANIZACIÓN SOCIETARIA SOBRE ESTRELLA DEL MAR, S.A.	8
1.2.1. <i>Aportaciones de EDM a la cuenta 118 de EGP</i>	10
1.2.2. <i>Escisión de EMAR y aportación de participaciones a favor de EGP</i>	13
1.2.3. <i>Estimación de calendario de reorganización societaria</i>	14
1.2.4. <i>Conclusiones</i>	16
1.3. CUESTIONES RELATIVAS A LA PROTECCIÓN CONTRACTUAL EN EL CONTRATO DE COMPRAVENTA (SPA).	17
1.3.1. <i>Conditions Precedent (CPs)</i>	18
1.3.2. <i>Medidas de protección en cuanto a responsabilidad de las partes</i>	19
1.3.3. <i>Medidas de protección sobre el precio</i>	20
1.3.4. <i>Conclusiones</i>	21
1.4. CUESTIONES RELATIVAS AL PROCEDIMIENTO JUDICIAL DE RECLAMACIÓN INICIADO POR GENERALI SEGUROS, S.A.	22
1.4.1. <i>Alcance y consecuencias del procedimiento judicial</i>	22
1.4.2. <i>Protección Contractual (SPA)</i>	23
1.4.3. <i>Profesionales implicados y propuesta de honorarios</i>	24
1.4.4. <i>Conclusiones</i>	25
1.5. CUESTIONES RELATIVAS AL ESTABLECIMIENTO DE UN COMPROMISO DE NO COMPETENCIA.....	26
1.5.1. <i>Conclusiones</i>	27
1.6. DECLARACIONES Y RESERVAS	28

1. ADQUISICIÓN. REORGANIZACIÓN SOCIETARIA DE ESTRELLA DEL MAR, S.A. PROCEDIMIENTOS ADMINISTRATIVOS Y JUDICIALES Y PACTO DE NO COMPETENCIA.

1.1. CUESTIONES RELATIVAS A LOS PROCEDIMIENTOS SANCIONADORES ADMINISTRATIVOS DE LA CNMC SOBRE ESTRELLA DEL MAR, S.A., Y SUS POSIBLES CONSECUENCIAS ADVERSAS.

La información aportada por el Comprador nos adelanta al efectivo expediente administrativo sancionador incoado en diciembre de 2023 por la COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA (la “CNMC”). En este podemos evidenciar que se le inicia una investigación a EDM por conductas anticompetitivas llevadas a cabo por el jefe de división de operación portuaria de esta sociedad junto con otros homólogos de cuatro (4) sociedades operadoras de instalaciones portuarias.

Concretamente, las conductas de las sociedades mencionadas consisten en el reparto y división de concurso de subastas, incluyendo, la concesión del puerto de Santander, con el fin de maximizar los retornos económicos de cada una de ellas.

Estas conductas pueden ser calificadas como **acuerdos o prácticas concertadas que tengan por objeto y/o produzcan impedimentos, restricciones o falseamiento de la competencia** en el mercado nacional de operación de instalaciones portuarias. La legislación apropiada para la determinación de este supuesto es la LEY 15/2007, DE 3 DE JULIO, DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA (la “LDC”), la cual en su artículo 1 define las conductas colusorias y establece su prohibición, siendo relevante en este caso el supuesto de “*reparto de mercado o de las fuentes de aprovisionamiento*” presente en su apartado “c).”.

De forma similar, el artículo 5 de la LDC define igualmente las conductas de menor importancia, como aquellas detalladas en sus artículos 1 a 3 que “*por su escasa importancia, no sean capaces de afectar de manera significativa a la competencia*”. Por lo tanto, estas últimas no se encuentran prohibidas. Así mismo, se delega a determinación reglamentaria el establecimiento de criterios que delimitará dicha calificación, atendiendo, entre otros criterios, a la cuota de mercado.

Ahora bien, basándonos en la información utilizada para la elaboración de este Dictamen, el procedimiento sancionador en cuestión debe atenerse a lo establecido en los artículos 36 y siguientes de la LDC, y a su delegación en el REAL DECRETO 261/2008, DE 22 DE FEBRERO, POR EL QUE SE APRUEBA EL REGLAMENTO DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA (el “**Reglamento LDC**”) dispuesta en los artículos 11. A los efectos que consideramos relevantes, el acuerdo de incoación del expediente del procedimiento administrativo sancionador importará el contenido mínimo exigido por el artículo 28 del Reglamento LDC, entre ellos, los “[H]echos que motivan la incoación”.

Por otra parte, de conformidad con el artículo 53 de la LDC las resoluciones del procedimiento administrativo sancionador en cuestión podrán contener: a) La orden de cesación de las conductas prohibidas en un plazo determinado; b) La imposición de condiciones u obligaciones determinadas, ya sean estructurales o de comportamiento; c) La orden de remoción de los efectos de las prácticas prohibidas contrarias al interés público; d) La imposición de multas; e) El archivo de las actuaciones en los supuestos previstos en la presente ley; y f) cualesquiera otras medidas cuya adopción le autorice la LDC.

En lo que a **sanciones** respecta, los acuerdos anticompetitivos de reparto de mercado, siendo los relevantes al ser adoptados por las sociedades mencionadas, son calificados como **infracciones muy graves** por el artículo 62 de la LDC, al ser una conducta tipificada en el artículo 1 del mismo texto normativo, y por tanto, conllevaría, como sanción, la imposición de 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 imposición de la multa*”, al tenor del artículo 63 de la LDC. Todo ello, debe ser tomado en cuenta considerando, al mismo tiempo que “[E]l 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”.

De forma similar, el artículo 63 LDC añade la posibilidad de imponer una **multa de hasta 60.000,00 euros** a cada uno de los representantes legales o a las personas que integren los órganos

directivos de la persona física infractora, siempre y cuando hayan intervenido en la conducta reprochada. En este caso, entendemos que dichos acuerdos anticompetitivos de reparto de mercado fueron adoptados por los jefes de división de EDM y por sus homólogos en las otras cuatro (4) sociedades del mismo sector. Por ello, cabría plantearse la duda correspondiente al verdadero sujeto infractor de la norma.

De conformidad con el artículo 61 de la LDC, los sujetos infractores de la norma serán “*las personas físicas o jurídicas que realicen las acciones u omisiones tipificadas como infracciones en esta ley o, en el caso de empresas, sus sucesores legales o económicos*”. Del mismo modo, advertimos que a pesar de que la ley atribuya las consecuencias a la entidad EDM, se podrá atribuir o imputar a las personas que controlan dicha sociedad o sus representantes legales consecuencias similares, como lo sería la multa de 60.000 euros. No obstante, también nos corresponde aclarar la poca frecuencia con lo que esto sucede en la práctica¹.

Aún más, cabe la posibilidad de que el órgano competente de la resolución del procedimiento administrativo en cuestión, el CONSEJO de la CNMC, adopte las medidas cautelares que estime necesarias para asegurar la eficacia de la resolución que en su momento se dicte, tal y como dispone el artículo 54 de la LDC.

Así mismo, el apartado 4 del mismo artículo establece el plazo máximo de dieciocho (18) meses sin que se hubiere resuelto el procedimiento desde la fecha del acuerdo de incoación del procedimiento sancionador para determinar la caducidad del mismo, de conformidad con el apartado 1 del artículo 38 de la LDC. Tomando en cuenta dicho plazo, y siendo la fecha del acuerdo de incoación del Expediente Administrativo Sancionador el 1 de diciembre de 2023, dicho procedimiento caducaría el 1 de junio de 2025 en el caso de que ninguna circunstancia que determine el avance de la instrucción de dicho expediente, suspensión de plazos o del resto del procedimiento.

1.1.1. Conclusiones

- 1) **Procedimiento Sancionador**: El procedimiento sancionador iniciado por la CNMC contra EDM y otras cuatro sociedades operadoras de instalaciones portuarias debe seguir lo

¹ RESOLUCIÓN DEL TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA (TDC) DE 24 DE OCTUBRE DE 2021.

establecido en los artículos 36 y siguientes de la LDC y el Reglamento LDC. El acuerdo de incoación debe incluir los hechos que motivan la investigación, lo que implica que se debe detallar cómo EDM y las otras sociedades han participado en las conductas anticompetitivas.

- 2) **Posibles Resoluciones:** Las resoluciones del procedimiento pueden incluir varias medidas, como la orden de cesación de las conductas prohibidas, la imposición de condiciones u obligaciones, la remoción de los efectos de las prácticas prohibidas, la imposición de multas, el archivo de las actuaciones, y otras medidas autorizadas por la LDC. Estas resoluciones afectarían directamente a EDM y a las otras cuatro sociedades implicadas.
- 3) **Sanciones:** Las conductas anticompetitivas de reparto de mercado, como las llevadas a cabo por EDM y las otras sociedades, son consideradas infracciones muy graves. Esto puede resultar en multas de hasta el 10% del volumen de negocios total mundial de cada empresa infractora. Además, los representantes legales o directivos de EDM y las otras sociedades que hayan intervenido en las conductas reprochadas pueden enfrentar multas de hasta 60.000 euros.
- 4) **Sujetos Infractores:** Los sujetos infractores pueden ser tanto personas físicas como jurídicas. En este caso, EDM y las otras cuatro sociedades son los sujetos jurídicos infractores. Sin embargo, las consecuencias también pueden extenderse a las personas que controlan estas entidades o a sus representantes legales, como los jefes de división de EDM y sus homólogos en las otras sociedades.
- 5) **Medidas Cautelares y Plazos:** La CNMC tiene la facultad de adoptar medidas cautelares para asegurar la eficacia de la resolución final. El procedimiento tiene un plazo máximo de 18 meses desde la fecha de incoación para resolverse, lo que significa que, si no se resuelve antes, el procedimiento contra EDM y las otras sociedades caducaría el 1 de junio de 2025.

1.2. CUESTIONES RELATIVAS A LA REORGANIZACIÓN SOCIETARIA SOBRE ESTRELLA DEL MAR, S.A.

Como hemos podido evidenciar del cuadro de estructura del grupo (*group structure chart*), EDM, como matriz del mismo, debería de proceder a una reorganización societaria de tal manera que logre el objetivo de una completa desinversión en su negociación de gestión portuaria, asegurando una propuesta de venta más atractiva para el Comprador.

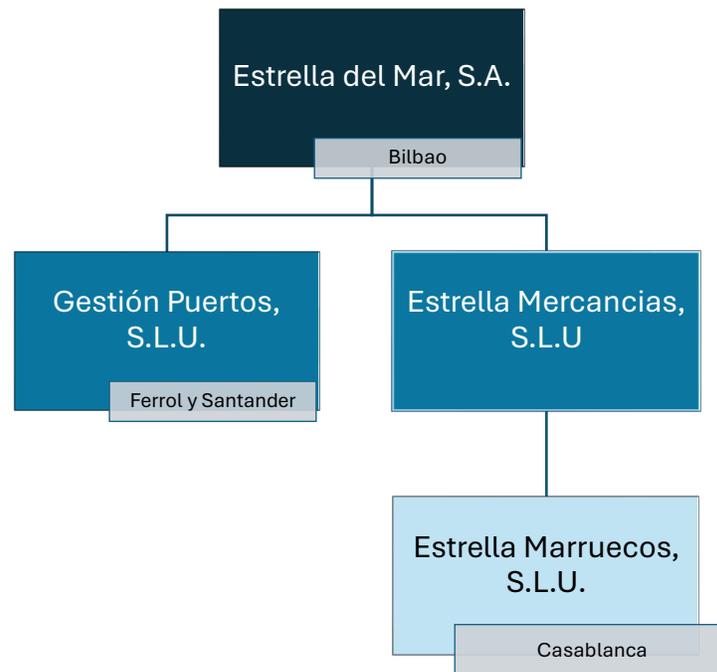


Fig. 1 Estructura societaria del grupo de Estrella del Mar, S.A.

Tomando en cuenta la distribución societaria del grupo, como se evidencia en la Figura 1 arriba, nos centraremos en formular una reorganización a la cual resulte EGP como la entidad de control de la totalidad del negocio portuario del grupo, evitando llevarla a cabo a través de ventas intragrupo y resultando dicha entidad como el objeto de compraventa por parte del Comprador.

En este sentido, es importante mencionar que cada una de las sociedades del grupo ostenta algún activo o derecho de crédito relativo al negocio de gestión portuaria y que por tanto deberá ser trasladado a la entidad EGP. Resumidamente:

- EDM ostenta:
 - La concesión del puerto de Bilbao;
 - El contrato de arrendamiento con la entidad Barcos Antón, S.L.; y
 - El personal especializado para las actividades de soporte y dirección.
- Estrella Marruecos, S.L.U. (“**EMAR**”) ostenta:
 - La concesión del puerto de Casablanca; y
 - Los medios materiales y humanos necesarios para la prestación de servicios en el puerto de Casablanca.
- Estrella Mercancías, S.L.U. (“**EMC**”) ostenta el 100% de las participaciones de EMAR.

Ahora bien, con la finalidad de minimizar la cantidad de veces que se debería recurrir a una compraventa intragrupo para la asignación de dichos activos o derechos, se podría recurrir a una variedad de operaciones societarias que cumplirían con este objetivo cada una de ellas presentando las ventajas y desventajas características de su naturaleza societaria, tributaria y administrativa, las cuales se exponen resumidamente a continuación:

1. En particular, la reorganización se podría formular mediante la **fusión inversa** de EGP absorbiendo a EDM, lo que facilitaría la cantidad de las actuaciones pertinentes que se deban de realizar en el contexto de la compraventa (SPA, como este término se define más adelante).
 - a. Dado que en este caso la sociedad absorbida (EDM) es titular de todas las participaciones de la absorbente (EGP), resulta procedente la aplicación de un proceso de fusión simplificado, como disponen los artículos 53 a 57 de la LEY 3/2009, DE 3 DE ABRIL, SOBRE MODIFICACIONES ESTRUCTURALES DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES, así como ha sido modificado por el REAL DECRETO LEY 5/2023 (en adelante, la “**LME**”). Las principales ventajas de este supuesto incluyen la posibilidad de llevar a cabo la fusión: (i) sin la necesidad de elaborar y presentar informes de los administradores y expertos sobre el proyecto de fusión; (ii) a través de la elaboración de un proyecto de fusión con un contenido reducido; y (iii) sin la necesidad de obtener las aprobaciones pertinentes en sede de la junta general de cada sociedad participante en la fusión.

- b. Sin embargo, la fusión conllevaría a la confusión de los patrimonios de estas entidades resultando en circunstancias poco deseables, sobre todo en la asunción de pasivos y posibles contingencias que ya hemos expuesto como la CNMV, y que expondremos más adelante.
2. De forma similar, se podría llevar a cabo una **aportación no dineraria de las participaciones de EMC**, a la entidad EGP por parte de su socio único, EDM, en el contexto de una ampliación de capital.
- a. Las ventajas de esta operación se corresponden con la estructura del grupo y las ventajas fiscales que ello podrá suponer, siendo en particular consideradas como *inversiones financieras en empresas del grupo*.
 - b. Por otra parte, no nos consta más información acerca de la composición de los activos y pasivos de la entidad EMC, más allá de su titularidad exclusiva de la sociedad EMAR, lo cual podrá resultar inconveniente, nuevamente en términos de la potencial solvencia económica de estas entidades y en la voluntad del Comprador en asumir dicha estructura societaria.

Como se puede ver, la principal dificultad se corresponde con la eficiencia de la reorganización y con la necesidad de transferir aquellos activos y derechos que verdaderamente resulten los más atractivos para el Comprador en su adquisición de un negocio de gestión portuaria, a diferencia de una compleja combinación de negocios que pueda conllevar el traspaso de otros activos, pasivos y/o contingencias que resulten indeseables.

Ante esto, nos inclinamos por dos fórmulas alternativas principales; (i) traspasos de los activos y derechos de EDM, mediante **aportaciones de socio en la cuenta 118 del Plan General Contable (PGC)** a la entidad EGP y (ii) **escisión de EMAR** con la finalidad de trasladar una entidad nueva a la titularidad de EGP.

1.2.1. Aportaciones de EDM a la cuenta 118 de EGP

Atendiendo a la primera de ellas, debemos recalcar que las aportaciones a la cuenta 118 del PGC reúnen las condiciones óptimas para configurar los traspasos en el contexto de esta reorganización. Esto se debe a que, además de reducir considerablemente los tiempos de las actuaciones necesarias para llevar la operación a cabo, éstas (i) no se enmarcan en el contexto de una contraprestación,

por lo que no habría una venta intragrupo; (ii) se realizan a fondo perdido lo que implica que EGP no asumirá una obligación de devolución sobre las mismas y que no se generaría un efectivo derecho de crédito a favor del socio que transmite a la cuenta 118; y (iii) dichas aportaciones serían integradas en el patrimonio neto del balance de EGP, lo que podría, tras la eventual fusión con Andalusia Harbors, facilitar la concesión de préstamos o incrementos de tramos de los préstamos existentes para la adquisición mediante la extensión y ratificación de garantías sobre estos nuevos activos o derechos de crédito que se aporten².

En este sentido, y de manera principal, EDM deberá aportar a la cuenta 118 de EGP, el traspaso de la **concesión del puerto de Bilbao**. Es recomendable advertir que dicha aportación contaría con una complejidad adicional. Atendiendo a lo dispuesto en el REAL DECRETO LEGISLATIVO 2/2011, DE 5 DE SEPTIEMBRE, POR EL QUE SE APRUEBA EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE PUERTOS DEL ESTADO Y DE LA MARINA MERCANTE (en adelante, la “LDP”), en su artículo 92, la transmisión de titularidad de dichas concesiones conllevará una necesaria autorización previa por parte de la autoridad competente en donde se acrediten determinados requisitos expuestos en dicho texto normativo.

Entendemos que esta cuestión debe ser resuelta con cierta facilidad, ya que una de las ventajas adicionales que corresponde con las aportaciones a la cuenta 118 consiste en que éstas no se corresponden con una aportación al capital social y, por tanto, no conllevarían la emisión o aprobación de instrumentos de capital que se deban asignar al socio aportante. Simplemente, formarán parte del patrimonio neto de la EGP lo cual “*no genera un título de propiedad separado sobre las mismas*”³.

En cualquier caso y como se desarrollará luego, resulta conveniente pactar mecanismos de defensa de la responsabilidad ante la falta de obtención de las autorizaciones correspondientes en el marco del contrato de compraventa de EGP.

De forma similar, **el contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L.**, así como **los contratos de trabajo** que ostente EDM con los recursos humanos que realizan las actividades de estiba y demás relacionadas a la gestión portuaria, se deberán traspasar mediante la aportación a la misma

² Vidal Vela, David (2021). Derecho de Sociedades. Opinión Legal. Editorial Wolters Kluwer, LA LEY Mercantil (80), mayo 2021.

³ Vidal Vela (2021) Op. Cit. (p.3).

cuenta 118, con las implicaciones que ya hemos detallado. Ahora bien, se deberá atender a las condiciones contractuales específicas de dichos contratos aportados para salvaguardar cualquier tipo de vicio que deberá sanear EDM como socio aportante.

En especial referencia a los **contratos de trabajo** aportados, deberemos de estar lo dispuesto en la regulación pertinente, en este caso el REAL DECRETO LEGISLATIVO 2/2015, DE 23 DE OCTUBRE, POR EL QUE SE APRUEBA EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DEL ESTATUTO DE LOS TRABAJADORES (en adelante, “**ET**”). El artículo 44 ET establece las previsiones relativas a cambios de titularidad en empresas, con la consecuente implicación de una sucesión de empresas. A pesar de que a nuestro juicio las aportaciones de la cuenta 188 no son sinónimas de un traspaso de la propiedad (titularidad), aconsejamos, nuevamente, ordenar a que EDM lleve a cabo las actuaciones necesarias para asegurar que el mantenimiento de las condiciones laborales se salvaguarde, que informe a la totalidad de empleados de este cambio en la posible prestación de servicios y que se atenga a las disposiciones relativas a las condiciones de convenio colectivo que hayan sido pactadas en su momento bajo EDM.

El **procedimiento** de traspaso mediante aportación a la cuenta 118 del PGC debe realizarse con especial atención a la documentación y valoración del bien o derecho aportado, particularmente si este es de difícil tasación. El acuerdo para realizar la aportación deberá ser adoptado por el órgano de administración de EDM y, preferiblemente, aprobado por la misma entidad, como socio único de EGP, aunque no sea estrictamente obligatorio. Este acuerdo debe establecer el objeto de la aportación, identificar al aportante y describir el bien o derecho que se transfiere, dejando claro que se trata de una operación destinada a los fondos propios y no a un préstamo exigible.

La valoración del bien o derecho aportado es un paso crítico, especialmente cuando se trata de activos difíciles de tasar. Según la normativa contable aplicable, el activo debe registrarse en la cuenta 118 por su valor razonable⁴. Se recomienda obtener un informe de un experto independiente que evalúe el bien o derecho aportado, aplicando criterios objetivos de valoración. Esto es especialmente relevante si la aportación tiene un impacto significativo en el patrimonio de EGP, ya que esta valoración será tenida en cuenta para el cumplimiento de determinadas ratios de solvencia de EGP, resultando sumamente importante para la consideración del Comprador.

⁴ RESOLUCIÓN DE 5 DE MARZO DE 2019, del INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS (ICAC).

Aunque estas aportaciones no requieren inscripción en el Registro Mercantil ni escritura pública, resulta esencial que toda la documentación soporte esté correctamente archivada para evitar posibles disputas futuras, garantizando así que se cumpla su objetivo de fortalecer la solvencia de EGP.

1.2.2. Escisión de EMAR y aportación de participaciones a favor de EGP

Las transferencias mediante aportaciones a la cuenta 118 del PGC, a pesar de su idoneidad, tienen ciertas limitaciones. Entre ellas, apuntamos que no podrán acceder a este tipo de aportaciones aquellas personas físicas o jurídicas que no ostenten la condición de socios a la cual se realizará la aportación. Por tanto, deberemos recurrir a la escisión para poder individualizar los activos subyacentes de la entidad EMAR configurar así su traspaso.

Para ello, se deberá atender a los requisitos de los artículos 68 y siguientes de la LME. En particular, convendría realizar una escisión parcial, vista en el art. 70 LME, de EMAR, mediante la cual se puedan atribuir a la entidad EGP los activos y derechos relativos a la gestión portuaria, siendo (i) la concesión del puerto de Casablanca, y (ii) los medios materiales y humanos que integran dicha actividad de explotación.

Este traspaso a una sociedad ya existente viene permitido por el propio artículo 70 LME, permitiendo por tanto evitar la creación de una entidad nueva y simplificando todo el proceso en términos de tiempo y actuaciones pendientes. No obstante, es importante acotar que la escisión parcial requeriría que los socios de la sociedad escindida, en este caso EMC, reciba un número de participaciones de la sociedad beneficiaria (EGP) en proporción a su respectiva participación sobre esta. Por ello, al momento de analizar estratégicamente la operación, en el caso de que se opte seguir por esta escisión parcial se deberá tomar en cuenta que EMC también deberá figurar como vendedor de la sociedad objeto de compraventa hacia el Comprador. Todo ello, en defecto de alguna operación de reestructuración adicional que se pueda prever para aportar estas participaciones EDM, actual socio único de EGP, como lo pudiera ser una posterior fusión inversa entre EDM y EMC.

Esta consecuencia se deriva, también, de la aparente imposibilidad de poder acogerse al régimen de escisión simplificada como lo dispone el art.73 LME, al equivaler las referencias a “sociedades resultantes de la fusión” como “sociedades beneficiarias de la escisión”.

Por tanto, el procedimiento de escisión será prácticamente homólogo al de una fusión, con ciertas salvedades, propias de este tipo de modificación estructural, siendo fundamentales los siguientes pasos:

1. Se deberá contar, en primer lugar, con un **proyecto de escisión** en donde se deberán incluir las menciones del artículo 74 LME: (i) la designación de los elementos del activo y pasivo que han de transmitirse, siendo estos, la concesión del puerto de Casablanca y los distintos medios materiales y humanos, a través de los contratos de trabajo, que se estimen oportunos; y (ii) el reparto de participaciones sociales sobre EGP;
2. Los administradores de EMAR, deberán, así mismo, emitir un **informe** destacando las especificaciones económicas de la modificación estructural;
3. En el caso de que EMAR esté obligada a la **auditoría de cuentas**, se deberá incluir el **balance de la escisión** en la auditoría;
4. El proyecto de escisión deberá ser **aprobado en sede de la Junta General** de la sociedad a escindir (EMAR); y
5. Finalmente, se procederá a la **elevación a público del acuerdo de escisión** mediante su escritura pública ante Notario y luego se inscribirá el mismo en el Registro Mercantil.

1.2.3. Estimación de calendario de reorganización societaria

Expuestas estas cuestiones, proporcionamos a continuación una estimación de calendario con las propias reservas que se comentarán, para la mejor referencia de la duración de la operación de reorganización societaria en el contexto de la compraventa en cuestión.

- 1) **Semana 1 – Semana 3:** En este tiempo será indispensable que se lleven a cabo las siguientes actuaciones:
 - a) Actas y certificaciones conjuntas de las decisiones/acuerdos del socio único/junta general de accionistas y del órgano de administración de EGP y EDM en donde se **aprueben la aportación a la cuenta 118 de los activos y derechos** mencionados

previamente. Como se apuntará luego, será necesario introducir las menciones al art. 160. f) en cuanto dichos activos tengan la consideración de esenciales.

- b) Elaboración del **proyecto de escisión** comentado previamente, por parte de los administradores de las sociedades en cuestión.
 - c) **Depósito del proyecto de escisión en el Registro Mercantil.**
- 2) **Semana 3 – Semana 6:**
- a) Redacción y emisión de los **informes pertinentes** para cada una de las operaciones correspondientes: (i) informe de experto independiente relativo a la tasación/valoración de las aportaciones no dinerarias a la cuenta 118; y (ii) informe de los administradores de EMAR determinado las condiciones económicas y jurídicas de la operación de escisión.
 - b) Tramitación de las **autorizaciones administrativas** correspondientes a la concesión del puerto de Casablanca. A diferencia de la aportación a la cuenta 118 del PGC, la escisión si resultaría en un traslado de titularidad y por tanto será indispensable obtener la autorización administrativa previa que pudimos adelantar en virtud del art. 92 LDP.
- 3) **Semana 6 – Semana 10:**
- a) Actas y certificaciones conjuntas de las decisiones del socio único y del órgano de administración de EGP y EMAR en donde se apruebe:
 - **el proyecto de escisión**, para el cual la LME atribuye un plazo máximo de 6 meses desde la emisión del proyecto de escisión, pero creemos conveniente.
 - **el balance de escisión.**
 - b) Correspondiente **elevación a público** ante Notario de dichas certificaciones conjuntas.
- 4) **Semana 10 – Semana 12:**
- a) **Inscripción en el Registro Mercantil** de la escisión.

1.2.4. Conclusiones

- 1) **Alternativas posibles:** La reorganización societaria del grupo busca establecer a EGP como la entidad de control del negocio portuario, evitando ventas intragrupo y facilitando su compraventa.
 - a. Una opción es llevar a cabo una **fusión inversa donde EGP absorba a EDM**. Esta operación simplificada, permitida por la legislación vigente, evita la necesidad de informes y aprobaciones complejas, lo que agiliza el proceso de compraventa. Sin embargo, esta fusión podría resultar en la confusión de patrimonios y la asunción de pasivos y contingencias indeseable.
 - b. Otra alternativa es realizar una **aportación no dineraria de las participaciones de EMC a EGP**. Esta operación se alinea con la estructura del grupo y ofrece beneficios fiscales, pero la falta de información sobre los activos y pasivos de EMC podría ser un inconveniente para el Comprador.

- 2) **Recomendaciones de reorganización:** Dadas las ventajas discutidas, se recomienda optar por las siguientes operaciones societarias:
 - a. El primer paso es que **EDM realice aportaciones a la cuenta 118 de EGP**. Estas aportaciones no implican una venta intragrupo y se realizan fortaleciendo el patrimonio neto de EGP y facilitando potenciales préstamos. No obstante, no podríamos llevar a cabo esta operación societaria para el caso de sociedad que no tengan participaciones de EGP.
 - b. Finalmente, se deberá llevar a cabo la **escisión de EMAR** para transferir activos a EGP. Esta operación permite individualizar los activos y simplifica el proceso al evitar la creación de una nueva entidad. Sin embargo, EMC debería recibir participaciones de EGP, lo que podría complicar la estructura de compraventa. Así mismo, la transmisión de concesiones podría requerir autorización previa, y los contratos de trabajo podrían presentar complejidades adicionales.

- 3) **Procedimientos y plazos:** El procedimiento de escisión requiere la elaboración de un proyecto, informes de administradores, auditoría de cuentas si es necesario, aprobación en

junta general y la formalización del acuerdo ante notario. Estas operaciones buscan transferir activos y derechos a EGP de manera eficiente, minimizando ventas intragrupo y maximizando la atractividad para el Comprador, mientras se gestionan las implicaciones fiscales, societarias y administrativas. Por otra parte, dicho proceso y tomando en cuenta la simple gestión de la cuenta 118, podría llevarse a cabo a lo largo de 12 semanas.

1.3. CUESTIONES RELATIVAS A LA PROTECCIÓN CONTRACTUAL EN EL CONTRATO DE COMPRAVENTA (SPA).

A continuación, se indicarán los mecanismos que se pueden introducir al contrato de compraventa con la finalidad de repartir los riesgos a los que se enfrenta el Comprador en su adquisición de EGP.

Siendo el objetivo principal del Comprador la adquisición de EGP en su totalidad, resulta idóneo un contrato de compraventa de acciones, también conocido en la práctica como un *Shares Sale and Purchase Agreement* (en adelante, “SPA”). Resulta igualmente indispensable entender la necesidad de llevar a cabo esta operación mediante un SPA y se debe a la razón fundamental de las concesiones controladas por EGP no pueden ser objeto de cesión dado el extenso proceso que conlleva a las autoridades portuarias a decidir otorgar dicha concesión a una entidad determinada en atención a sus capacidades técnicas y económicas, como bien dispone la legislación pertinente, siendo, en este caso, la LDP.

Dicho esto, y al margen del clausulado particular al que luego entraremos en detalle, es necesario contar con una consumación diferida en lo que al SPA respecta. Esto se instrumenta a través de fechas diferencias entre la firma del SPA (*signing*) y el momento en el cual se procedería a la entrega del precio y de las acciones objeto de dicho contrato (*closing*). Este último momento (*closing*) deberá, indispensablemente, verse sometido al cumplimiento de determinadas obligaciones de hacer y de no hacer por ambas partes, denominadas *conditions precedent (CPs)*, siendo estas condiciones suspensivas de la consumación del contrato.

1.3.1. *Conditions Precedent (CPs)*

A pesar de que las condiciones suspensivas usualmente competen, en su gran mayoría, a la entidad compradora en el SPA, no es inusual establecer obligaciones de debida diligencia en cuanto al curso de negocios ordinario de negocios que, en este caso competiría a EDM realizar.

En primer lugar, la condición suspensiva más relevante a efectos de la operación se correspondería con la **efectiva reorganización societaria del grupo de EDM**, en las condiciones que establecimos en el apartado anterior. Esta se puede ver desglosada en una variedad de condiciones suspensivas encaminadas al cumplimiento de la reorganización, como, por ejemplo:

1. La **aprobación de los órganos competentes sobre las operaciones de reorganización**, documentadas en las correspondientes actas y certificaciones y elevadas a escritura pública. Sería necesario incluir las menciones a los epígrafes del **artículo 160** del REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, DE 2 DE JULIO, POR EL QUE SE APRUEBA EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL ("**LSC**").
2. **LSC** para los efectos de validez de la adopción de dichos acuerdos.
3. La **aprobación del balance de escisión**.
4. La **emisión de informes** sobre el estado de los activos a ser cedidos (*property reports*).
5. La **obtención de autorizaciones previas** relativas al traspaso de titularidad de la concesión del puerto de Casablanca.
6. La falta de inicio de un **procedimiento judicial por un acreedor** en el contexto de la escisión.
7. La **inscripción en el Registro Mercantil** de los documentos de la operación correspondientes.
8. La constatación de los **consentimientos pertinentes** en materia de los derechos aportados a la cuenta del 118 PGC o de la escisión parcial (arrendamientos, condiciones laborales, entre otros) en especial si se han pactado cláusulas de cambio de control.

Añadido a esto, se recomienda introducir una serie de condiciones suspensivas que vayan más allá de la mera reorganización societaria del grupo. En particular, será recomendable el establecimiento de una condición suspensiva ligada a la **verificación, por un tercero independiente, de**

parámetros económicos y de mercado sobre la explotación de dichos puertos, asegurando así las intenciones del Comprador.

Por otra parte, sería interesante considerar la posibilidad de establecer como condición suspensiva el despido del jefe de división de gestión portuaria, con el ánimo de maximizar las intenciones de remediar las conductas susceptibles de calificación anticompetitiva o colusoria, así como de minimizar el riesgo reputacional que podría aparejar su continuidad en la sociedad.

Finalmente, y como simple mención, cabría la inclusión de condiciones suspensivas relativas a la obligación de **contratar seguros** que puedan ser utilizado como método de cobertura ante la falta de efectivo pago/indemnización a las debidas contingencias, así como de los incumplimientos por parte del vendedor en cuanto a sus manifestaciones y garantías.

Ahora bien, una vez instrumentada la consumación diferida y la utilización de condiciones suspensivas, cabría hablar de las medidas de protección más habituales en este tipo de circunstancias. En particular nos referimos a (i) medidas de protección en cuanto a la responsabilidad de las partes; y a (ii) medidas de protección sobre el precio.

1.3.2. Medidas de protección en cuanto a responsabilidad de las partes

En la práctica, resulta prácticamente automático establecer las denominadas ***representations and warranties (R&W)***, las cuales componen una cláusula de manifestaciones y garantías en el SPA, en donde las partes constatan circunstancias fácticas pasadas, presentes y aquellas previsibles, usualmente de carácter jurídico y económico, que, asegurando ser ciertas, facilitan información mas detallada acerca de cada una de las entidades en su respectiva posición contractual.

Las más habituales corresponden a las constatadas por el vendedor en favor del comprador, y en este caso se podrían detallar:

1. las capacidades requeridas para desarrollar las operaciones que son relevantes;
2. la disposición de licencias y autorizaciones administrativas necesarias para la gestión de los puertos en donde opera;
3. la falta de contravención de normas o contratos de los cuales la vendedora forma parte mediante el proceso de compraventa; la información financiera y contable (audita, en su caso) incluyendo los pasivos y contingencias; y

4. cobrando especial relevancia, la declaración de procedimientos administrativos y judiciales relativos a la entidad en cuestión.

Íntimamente ligado a esto, corresponde la exclusión de las disposiciones del Código Civil y del Código de Comercio con la finalidad de poder establecer expresamente el modo de determinación de responsabilidades y riesgos que deben asumir las partes, siendo relevante en este caso expresamente excluir la **subsanción por evicción y por vicios ocultos** como exclusivo remedio para el comprador, como así dispone la legislación mencionada.

De forma similar, nos podríamos plantear el uso de cláusulas indemnizatorias (*indemnities*), destinadas, valga la redundancia, a indemnizar a la parte correspondiente ante la eventual materialización de alguna contingencia. En este caso, resulta evidente acordar la indemnización de la entidad compradora por parte de la vendedora ante el supuesto, especialmente probable, de una **resolución condenatoria de la CNMC** por las prácticas colusorias objeto de sanción y multas mencionadas. Será especialmente relevante delimitar el ámbito que cubriría esta indemnización como lo sería la pérdida de ingresos por la gestión del puerto en cuestión y el pago de las multas referidas, además de una posible consideración ante el daño reputacional que dicha resolución pueda ocasionar en el curso de negocios de la compradora una consumada la compraventa.

1.3.3. Medidas de protección sobre el precio

El primero de los instrumentos que considerar para estos efectos, y el más habitual en la práctica se corresponde con el denominado ajuste de precio o *purchase price adjustment*. Este permite ajustar el precio inicial pactado entre la firma (*signing*) y el cierre del contrato (*closing*), reflejando cambios en el desempeño financiero de la entidad cuyas acciones son objeto de compraventa. Esto se realiza mediante la elaboración de estados financieros al cierre, basados en criterios acordados, para asegurar que el precio final refleje con precisión la situación económica real de la empresa. Resulta aconsejable que la entidad compradora opte por un mecanismo de ajuste de precio, ya que le daría la flexibilidad necesaria para corresponder una reducción del precio de adquisición con aquellas circunstancias que reduzcan el valor de la entidad cuyas participaciones se han de adquirir, como, por ejemplo, mediante la resolución sancionadora de la CNMC.

Por otro lado, el mecanismo de *locked-box* establece un precio fijo e invariable desde la firma hasta el cierre, utilizado en compañías con flujos de caja predecibles. Para proteger este valor, se pacta evitar cualquier *leakage* que pueda reducir el valor del negocio, como distribuciones de dividendos o pagos no ordinarios. Nuevamente, se recomienda a la entidad compradora seguir con el mecanismo de ajuste de precio antes referenciado.

1.3.4. Conclusiones

- 1) **Implementación de Conditions Precedent (CPs)**: La introducción de condiciones suspensivas relativas a la reorganización societaria del grupo de ED asegura:
 - a. que el Comprador adquiriera una sociedad consolidada en el mercado y evita perfeccionar la compraventa en caso de su incumplimiento o finalización;
 - b. la validez del negocio jurídico incluyendo menciones a los epígrafes del artículo 160 de la LSC, la inscripción en el Registro Mercantil de los documentos de la operación, entre otros; y
 - c. la efectiva puesta a disposición de condiciones de operación inmediata, mediante la mención a la transmisión de concesiones de puertos en cuestión.
- 2) **Protección en cuanto a responsabilidad (R&W)**: Mediante las *representations and warranties (R&W)*, se puede asegurar el Comprador de:
 - a. la capacidad para desarrollar operaciones relevantes, la disposición de licencias y autorizaciones administrativas necesarias, y la falta de contravención de normas o contratos mediante el proceso de compraventa.
 - b. la información financiera y contable, así como la declaración de procedimientos administrativos y judiciales relativos a la CNMC y Generali.
 - c. evitar la subsanación por evicción y por vicios ocultos como remedio exclusivo para el Comprador.
- 3) **Protección en cuanto a responsabilidad (Indemnities)**: Su inclusión protegerá al Comprador ante la eventual materialización de contingencias, como:
 - a. una resolución condenatoria de la CNMC por prácticas colusorias.
 - b. una resolución o resolución extrajudicial inconveniente en el seno del procedimiento iniciado por Generali (como luego se apuntará).

- 4) **Protección sobre el precio**: Se recomienda optar por un ajuste de precio o *purchase price adjustment*. Al permitir ajustar el precio inicial pactado entre la firma y el cierre del contrato, se podrían imputar al precio las reducciones conformes a prácticamente todas las contingencias que se puedan materializar y que reduzcan el valor de las participaciones de EGP como consecuencia.

1.4. CUESTIONES RELATIVAS AL PROCEDIMIENTO JUDICIAL DE RECLAMACIÓN INICIADO POR GENERALI SEGUROS, S.A.

1.4.1. *Alcance y consecuencias del procedimiento judicial*

Como fruto del proceso de *due diligence*, en el contexto de las negociaciones del SPA, se ha entrado en conocimiento del procedimiento judicial por parte de Generali por una reclamación de EUR 36.000,00 por los daños ocasionados y sufridos a la propiedad de un tercero, asegurado por dicha entidad aseguradora, en la realización de trabajos en el puerto de Bilbao.

Esta cuestión resulta importante tomando en cuenta que la titularidad de la concesión de puerto de Bilbao y de los contratos y condiciones laborales han sido transmitidas, de una u otra forma, a la sociedad objeto de la compraventa, por lo cual se podría imputar responsabilidad a la entidad compradora potencialmente.

Al entender que la legitimación pasiva en dicho procedimiento corresponde a la entidad EDM, el alcance del mismo, en el contexto de la operación, atenderá, primordialmente, a la vía por la cual se opte en cuanto a la reestructuración societaria del grupo y los efectivos pasivos que asuma el comprador en el SPA.

En este sentido, si efectivamente se opta por la reorganización del grupo mediante la fusión inversa de EGP, la responsabilidad frente a la reclamación judicial sería latente y deberá ir acompañado necesariamente de las protecciones contractuales determinadas en el apartado anterior con las especificaciones que más adelante se plasmarán.

Por otra parte, en el caso de optar por la combinación de varias aportaciones no dinerarias, a pesar de ser, igualmente conveniente incluir dentro del SPA, las siguientes protecciones, se podría ver mucho más reducida la incidencia del procedimiento judicial en el contexto de la operación.

En cualquier caso, las consecuencias del daño producido y del procedimiento judicial consiguiente devienen en la obligación de resarcimiento del daño tipificada en el artículo 1.902 del Código Civil. En relación con dicha obligación, entendemos que LDP no hace una mención particular a la responsabilidad civil extracontractual derivada de las actividades de estiba, y al margen del contenido que puede contener la contratación de EDM en su concesión del puerto de Bilbao, entendemos que la responsabilidad no sería objetiva, a diferencia de lo que dispone la LDP en materia de mercancías.

1.4.2. Protección Contractual (SPA)

Por esto será imprescindible que el comprador se asegure que EDM pueda cumplir con las actuaciones pertinentes en materia de defensa jurídica con el fin de desvirtuar el aspecto subjetivo de dicha responsabilidad. En particular, deberá formular tantas alegaciones como sean necesarias para demostrar la potencial inimputabilidad de la entidad en dicha actuación, así como la falta de causalidad entre la acción u omisión y el daño producido a la plataforma elevadora. De forma similar se debería realizar una revisión extensa de las condiciones de la póliza de seguros contratada entre dicho tercero y Generali. Este tipo de cláusulas viene formuladas como un **compromiso de efectiva defensa**, en este caso, por parte de la vendedora, de llevar a cabo las actuaciones en tiempo y forma adecuada con el fin de asegurar una defensa efectiva ante los procedimientos judiciales.

Así mismo, es claro que deberemos aludir y expandir lo previamente mencionado en cuanto a las *medidas de protección en cuanto a la responsabilidad de las partes*, debiendo incluirse en este y cualquier otro procedimiento judicial como una manifestación en las ***representations and warranties (R&W)*** del SPA. Ligado a esto y de manera similar a como hemos recomendado para la eventual responsabilidad que podría atribuirse a EDM por su procedimiento sancionador, se debería de introducir una cláusula indemnizatoria (***indemnities***) mediante la cual se pueda circunscribir la cuantía de la reclamación judicial (EUR 36.000,00).

1.4.3. Profesionales implicados y propuesta de honorarios

Los costes relacionados con este procedimiento pueden variar según diversos factores, como la complejidad del caso, la jurisdicción y la experiencia de los profesionales contratados. A continuación, se presenta una aproximación de los gastos previstos, así como una descripción de los roles clave que desempeñarán los diferentes especialistas involucrados:

1. Abogados

El papel de los abogados será central en este procedimiento, ya que deberán contar con una sólida experiencia en litigios civiles, negociación extrajudicial y resolución de conflictos. Dada la naturaleza del caso, es recomendable optar por profesionales que ofrezcan tarifas por hora, especialmente durante las negociaciones previas al juicio. Este enfoque puede resultar más económico que establecer un precio global para todo el proceso, ya que el objetivo principal es evitar un procedimiento judicial prolongado.

- Costos estimados por hora: Entre 300 y 400 (EUR).
- Coste aproximado total: Para casos más complejos, se estima que los honorarios podrían oscilar alrededor de los 3.000 (EUR).

Además, será esencial la intervención de un abogado especializado en seguros. Este profesional no solo asesorará en las negociaciones y durante el litigio, sino que también revisará las pólizas de seguros relacionadas con EDM. Su análisis será clave para armonizar la gestión de seguros a nivel nacional, un aspecto fundamental para el Comprador en su intención de gestionar diversos puertos en España. En este caso, se optaría por una tarifa fija para el análisis y el asesoramiento.

- Coste estimado: Entre 6.000 y 12.000 (EUR) el cual se podría ver incrementado o reducido atendiendo a la cantidad de documentación a redactar/analizar.

2. Procuradores

La participación de un procurador será indispensable para representar formalmente a las partes durante el procedimiento judicial. Según el REAL DECRETO 434/2024, DE 30 DE ABRIL, que regula los aranceles aplicables, el costo estimado de sus honorarios podría ascender a unos 600 €.

3. Peritos especializados

La intervención de peritos técnicos será crucial, especialmente aquellos con conocimientos especializados en el sector portuario, la maquinaria industrial y la evaluación de riesgos laborales. Estos profesionales se encargarán de analizar y cuantificar los daños sufridos en la plataforma elevadora, elaborando un informe pericial que será un elemento probatorio esencial para el caso.

Dicho informe deberá detallar el alcance de los daños, su impacto en la operativa de la grúa y cualquier perjuicio derivado. Además, es probable que la aseguradora involucrada cuente con su propio perito, por lo que será fundamental contrarrestar su análisis con uno igualmente sólido y bien fundamentado.

- Coste estimado de los informes periciales: Entre 1.000 y 4.000 €, dependiendo de la complejidad del análisis requerido.

1.4.4. Conclusiones

- 1) **Reestructuración Societaria y Riesgos Legales**: La responsabilidad por la reclamación judicial de Generali, relacionada con daños en el puerto de Bilbao, podría recaer sobre la entidad compradora dependiendo de cómo se estructure la reorganización societaria. Si se opta por una fusión inversa de EGP, la responsabilidad sería más evidente, mientras que las aportaciones a la cuenta 118 podrían reducir su impacto.
- 2) **Protección Contractual en el SPA**: Es crucial incluir un compromiso de defensa efectiva por parte de EDM, asegurando que se realicen todas las acciones necesarias para desvirtuar la responsabilidad en el procedimiento judicial. Se recomienda, así mismo, revisar las condiciones de la póliza de seguros entre el tercero afectado y Generali para entender mejor las coberturas y limitaciones. Las manifestaciones y garantías (R&W) deben incluir el procedimiento judicial como un aspecto a declarar, y se debe introducir una cláusula indemnizatoria para limitar la cuantía de la reclamación a 36.000 euros.

3) Costes y Profesionales Implicados:

- a. Abogados: Se recomienda contratar abogados con experiencia en litigios civiles y seguros, con tarifas por hora estimadas entre 300 y 400 euros. El coste total podría ser alrededor de 3.000 euros para casos complejos. Un abogado especializado en seguros es esencial, con un coste estimado entre 6.000 y 12.000 euros.
- b. Procuradores: Serán necesarios para la representación formal en el procedimiento judicial, con un coste estimado de 600 euros.
- c. Peritos Especializados: Se requiere la intervención de peritos técnicos en el sector portuario para evaluar los daños. El coste de los informes periciales se estima entre 1.000 y 4.000 euros, dependiendo de la complejidad.

1.5. CUESTIONES RELATIVAS AL ESTABLECIMIENTO DE UN COMPROMISO DE NO COMPETENCIA

El Reglamento LDC establece que una cláusula de no competencia es un acuerdo que impone al comprador la prohibición de fabricar o vender productos que compitan con los del proveedor. Este tipo de cláusulas se consideran anticompetitivas si tienen una duración indefinida o superan los cinco años, ya que limitan la competencia en el mercado al restringir la capacidad de los compradores para operar libremente.

La jurisprudencia, en particular el TRIBUNAL SUPREMO, permite los pactos de no competencia siempre que sean razonables en cuanto a duración, ámbito geográfico y contenido (SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 18 DE MAYO DE 2012). Según la COMISIÓN EUROPEA, un plazo adecuado para estos acuerdos es de dos a tres años, y solo se pueden extender si hay una causa justificada para proteger el valor del contrato de compraventa (DECISIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA DE 1 DE SEPTIEMBRE DE 2000). Por lo tanto, es preferible limitar la duración a un máximo de dos años, salvo que se demuestre la necesidad de un periodo más largo para proteger al comprador.

En cuanto al ámbito geográfico, la limitación debe justificarse por el interés industrial del comprador. En este caso, dado que las actividades de gestión portuaria de la empresa objetivo se concentran en el Mar Cantábrico y el Océano Atlántico, no tendría sentido incluir áreas geográficas, marítimas en este caso, donde no se prevé actividad inmediata. Así, la restricción geográfica adecuada se limita a las zonas donde la empresa opera actualmente, garantizando que la cláusula de no competencia no sea más amplia de lo necesario.

Respecto al contenido de la cláusula, esta debe enfocarse únicamente en actividades relacionadas con la gestión portuaria y aquellas subyacentes a dicha operación. Dado que el sector de gestión portuaria tiene pocos competidores, la transacción implica una concentración económica que debe ser notificada a la CNMC. La concentración económica se produce cuando una empresa adquiere control sobre otra, afectando de manera significativa el mercado relevante.

De acuerdo con la LDC, si una operación de concentración incrementa la cuota de mercado por encima del 30%, se requiere notificación obligatoria a la CNMC antes de su ejecución. Las partes involucradas en una fusión o la empresa que adquiera el control deben notificar la transacción. La operación no puede ejecutarse sin la autorización de la CNMC, ya sea expresa o tácita. Si hay dudas sobre la necesidad de notificación, se puede solicitar una consulta previa a la CNMC para determinar si la operación está sujeta a este requisito.

1.5.1. Conclusiones

- 1) **Duración**: Las cláusulas de no competencia no pueden establecer una duración indefinida o superan los cinco años. Se recomienda limitar la duración a un máximo de dos años, a menos que se pueda demostrar una causa justificada para una extensión.
- 2) **Ámbito Geográfico**: La restricción geográfica debe estar justificada por el interés industrial del comprador y limitarse a las áreas donde la empresa opera actualmente. En el caso de la gestión portuaria, esto se refiere a las zonas del Mar Cantábrico y el Océano Atlántico.
- 3) **Contenido**: Debe centrarse exclusivamente en actividades relacionadas con la gestión portuaria y operaciones subyacentes. Dado el reducido número de competidores en el sector, es crucial que la cláusula no restrinja más de lo necesario para evitar problemas de competencia.
- 4) **Formalidades**: La transacción implica una concentración económica, lo cual requiere notificación a la CNMC si incrementa la cuota de mercado por encima del 30%. Es obligatorio notificar antes de ejecutar la operación, y no se puede proceder sin la

autorización expresa o tácita de la CNMC. Si hay incertidumbre sobre la necesidad de notificación, se recomienda solicitar una consulta previa a la CNMC.

1.6. DECLARACIONES Y RESERVAS

- 1) Este Dictamen se ha elaborado exclusivamente sobre la base de los documentos y la información proporcionados ante nosotros hasta la fecha de emisión del presente Dictamen. No hemos llevado a cabo ninguna verificación independiente de los mismos.
- 2) Asumimos que toda la documentación revisada es auténtica, completa y válida de conformidad con la legislación española vigente, y que las copias son fieles reproducciones de los originales.
- 3) Este Dictamen está destinado exclusivamente para el uso del Comprador y no debe ser divulgado a terceros sin nuestro consentimiento previo por escrito, salvo que sea requerido por ley.
- 4) El presente Dictamen refleja nuestra interpretación de la legislación aplicable y los hechos conocidos hasta la fecha de su emisión. No asumimos obligación alguna de actualizar este Dictamen en caso de cambios legislativos o de circunstancias posteriores.
- 5) Este Dictamen no aborda a profundidad cuestiones fiscales o de otras áreas del derecho, y se recomienda al Comprador obtener asesoramiento legal independiente.
- 6) Las conclusiones de este Dictamen se basan en nuestra interpretación profesional de la legislación española y no constituyen garantía de resultados en procedimientos judiciales o administrativos.

Dicho es nuestro parecer sobre las cuestiones presentadas, el cual sometemos a cualquier otro que resulte mejor fundado en Derecho.



SAGB ABOGADOS, S.L.P.

DICTAMEN JURÍDICO DE SAGB
ABOGADOS, S.L.P. EMITIDO EN LO
RELATIVO A LA ADQUISICIÓN DE
ACCIONES Y/O FUSIÓN DE OCEANSHIP,
S.A.

A: Estrella del Mar, S.A. (“EDM”)

18 de diciembre de 2024

Adquisición de acciones de la sociedad OceanShip S.A. (“OSA”) en el contexto de (i) una posible obligación de formular OPA obligatoria, una (ii) posible fusión por absorción de OSA y (iii) una implementación de retribuciones alternativas a los accionistas de la entidad resultante (en adelante, la “Operación”).

SAGB ABOGADOS, S.L.P. ha actuado como asesor legal en el análisis de las cuestiones que EDM ha pedido abordar en el contexto de la Operación, con la finalidad de poder aportar nuestras recomendaciones y observaciones a cada una de las preguntas que nos han formulado (el “Dictamen”).

Específicamente hemos analizado:

1. Cuestiones relativas a la posibilidad de articular una compraventa de OSA sin obligación de lanzar opa obligatoria por parte de EDM.
2. Cuestiones relativas a la fusión por absorción entre OSA y EDM, con especial mención a la posibilidad de articular la misma sin obligación de lanzar opa obligatoria por parte del accionista mayoritario de EDM.
3. Cuestiones relativas a los pactos de accionistas entre los accionistas de EDM, así como el proceso de la fusión sin la observancia de estos.
4. Cuestiones relativas a la naturaleza y estructuración jurídica del esquema *scrip dividend*, como fórmula alternativa de retribución de los accionistas.
5. Cuestiones relativas a la fórmula que debe operar por defecto en el esquema *scrip dividend* y la salvaguarda del interés de los accionistas.

ÍNDICE

2. ADQUISICIÓN Y/O FUSIÓN DE OCEANSHIP CON ESTRELLA DEL MAR.	4
2.1. CUESTIONES RELATIVAS A LA POSIBILIDAD DE ARTICULAR UNA COMPRAVENTA DE OCEANSHIP SIN OBLIGACIÓN DE LANZAR OPA OBLIGATORIA POR PARTE DE ESTRELLA DEL MAR.....	4
2.1.1. <i>Umbral de control a efectos de OPA</i>	4
2.1.2. <i>Recompra de acciones de OSA</i>	7
2.1.3. <i>Conclusiones</i>	8
2.2. CUESTIONES RELATIVAS A LA FUSIÓN POR ABSORCIÓN ENTRE OCEANSHIP Y ESTRELLA DEL MAR Y LA POSIBILIDAD DE ARTICULAR LA MISMA SIN OBLIGACIÓN DE LANZAR OPA OBLIGATORIA POR PARTE DE LA FAMILIA MACHADO.....	9
2.2.1. <i>Aplicación y requisitos de la exención del art. 8.g) del RD OPAs</i>	9
2.2.2. <i>Calendario de actuaciones para la fusión de OSA y EDM</i>	11
2.2.3. <i>Conclusiones</i>	13
2.3. CUESTIONES RELATIVAS A LOS PACTOS DE ACCIONISTAS ENTRE LA FAMILIA MACHADO Y LA FAMILIA AZCONA, ASÍ COMO EL PROCESO DE LA FUSIÓN SIN LA OBSERVANCIA DE LOS MISMOS.....	13
2.3.1. <i>Conclusiones</i>	17
3. ESQUEMA DE <i>SCRIP DIVIDEND</i>. FUNDAMENTO E IMPLEMENTACIÓN JURÍDICA. ..	19
3.1. CUESTIONES RELATIVAS A LA NATURALEZA Y ESTRUCTURACIÓN JURÍDICA DEL ESQUEMA SCRIP DIVIDEND.	19
3.1.1. <i>Fundamentación e implementación jurídica del esquema scrip dividend</i>	19
3.1.2. <i>Conclusiones</i>	22
3.2. CUESTIONES RELATIVAS A LA FÓRMULA QUE DEBE OPERAR POR DEFECTO EN EL SCRIP DIVIDEND Y LA SALVAGUARDA DEL INTERÉS DE LOS ACCIONISTAS.	23
3.2.1. <i>Suscripción de acciones nuevas por defecto</i>	23
3.2.2. <i>Retribución en metálico como esencia del contrato de sociedad</i>	25
3.2.3. <i>Conclusiones</i>	28
3.3. DECLARACIONES Y RESERVAS	29

2. ADQUISICIÓN Y/O FUSIÓN DE OCEANSHIP CON ESTRELLA DEL MAR.

2.1. CUESTIONES RELATIVAS A LA POSIBILIDAD DE ARTICULAR UNA COMPRAVENTA DE OCEANSHIP SIN OBLIGACIÓN DE LANZAR OPA OBLIGATORIA POR PARTE DE ESTRELLA DEL MAR.

Como hemos podido evidenciar de los documentos aportados por la familia Machado y la sociedad EDM, en la forma de libro registro de socios, la familia Machado es titular de un 88% de las participaciones de EDM. Así mismo, la familia Machado es titular de un 3,5% de OSA, a través de una sociedad patrimonial.

La operación en cuestión consistiría en la adquisición de un 29,7% de OSA por parte de EDM, en la que se nos pide analizar: (i) si esto podría suponer una toma de control y su eventual obligación consecuente de formular una OPA al resto del accionariado; (ii) si existe una posibilidad de articular dicha compraventa de acciones de tal forma que no se deba atender a esta obligación de formular OPA obligatoria; y (iii) en el caso de que se lleve a cabo la recompra de acciones por parte de OSA, si dicha operación societaria cambiaría las respuestas y recomendaciones otorgadas en los puntos (i) y (ii).

2.1.1. Umbral de control a efectos de OPA

El marco regulatorio sobre esta cuestión se encuentra dispuesto en los siguientes textos normativos: (i) LEY DEL MERCADO DE VALORES, MODIFICADA POR LA LEY 6/2007 (“LMV”) y (ii) en el REAL DECRETO 1066/2007, DE 27 DE JULIO, SOBRE EL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES (“RD OPAS”)⁵.

La toma de control de una sociedad se ve definida en el art. 4 del RD OPAs en cuanto se establece que los **umbrales de control relevantes a efectos de OPA** son los siguientes:

⁵ Introduciendo al Ordenamiento Jurídico español, la DIRECTIVA 2004/25/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO DE 21 DE ABRIL DE 2004 RELATIVA A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.

- (i) alcanzar en la sociedad cotizada, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 %; o
- (ii) tener cualquier participación inferior al 30 % de los derechos de voto, pero designar en los 24 meses siguientes a la adquisición un número de consejeros que, unidos a los que en su caso ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

De forma similar, el control de una compañía cotizada puede alcanzarse mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad; mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o como consecuencia de tomas de control indirectas o sobrevenidas.

Así mismo, con carácter general, los derechos de voto relevantes a efectos de determinar si se ha superado o no el umbral de opa son los ostentados por el accionista en cuestión, incluyendo tanto los que correspondan a la titularidad directa como los que disfrute por cualquier otro derecho.

Adicionalmente, se atribuyen a la entidad dominante de un grupo de sociedades los derechos de voto ostentados por otras personas o entidades, entre otros, los derechos de voto que ostenten otras sociedades del mismo grupo, siempre que estas sean dependientes, conforme al concepto de grupo del artículo 4 de la LMV, el cual remite al artículo 42 del Código Comercio, versando en los siguientes términos:

“Existe un grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras. En particular, se presumirá que existe control cuando una sociedad, que se calificará como dominante, se encuentre en relación con otra sociedad, que se calificará como dependiente, en alguna de las siguientes situaciones:

a) Posea la mayoría de los derechos de voto.

[...]

A los efectos de este apartado, a los derechos de voto de la entidad dominante se añadirán los que posea a través de otras sociedades dependientes o a través de personas que actúen en su propio nombre, pero por cuenta de la entidad dominante o de otras dependientes o aquellos de los que disponga concertadamente con cualquier otra persona.”

Aplicando las reglas de cómputo de voto a efectos de determinar si se ha superado dicho umbral o no, los integrantes de la familia Machado, como personas físicas, podría ser calificadas como persona dominante de un grupo de sociedad conformado por EDM (de la cual ostenta un 88%) y de la sociedad patrimonial mencionada previamente.

A pesar de lo poco habitual que dicha situación pueda implicar en términos de grupo de sociedades, la STS 11 DE JULIO DE 2018, reconoce la existencia de un grupo de sociedades cuando el control es ejercido por una persona física.

Resumidamente, la principal conclusión a la que llega el TRIBUNAL SUPREMO es que para que exista grupo de sociedades no es necesario que quien ejerce o puede ejercer el control sea una sociedad mercantil que tenga la obligación legal de consolidar las cuentas anuales y el informe de gestión. De igual manera, el apartado 6 del artículo 42.2 del Código de Comercio prevé, para las personas físicas y personas jurídicas distintas de sociedades mercantiles, la posibilidad de formular las cuentas anuales consolidadas de forma voluntaria.

Por todo ello, a efectos de determinar la superación o no del umbral de control de la normativa de OPAs, consideramos lo siguiente:

1. EDM, por sí sola considerada, no lograría traspasar el umbral de 30% que determina la normativa relevante a efectos de OPA obligatoria, siendo su interés en adquirir el **29,7%** de OSA.
2. La familia Machado, ostentaría un 88% del 29,7% de OSA a adquirir por EDM, resultando en un **26,136%** de la primera, al cual tampoco afectaría el RD OPAs por su umbral de 30%.
3. Considerando que el 26,136% que ostenta la familia Machado en OSA, a través de EDM, debe venir aumentado por el 3,5% que posee la sociedad de su mismo grupo, la sociedad patrimonial, la familia Machado ostentaría un efectivo **29,636%** de OSA.

Por tanto, bajo ninguna consideración deberá EDM, la sociedad patrimonial o la familia Machado verse obligada a formular una OPA obligatoria. No obstante, nos adelantamos a la aportación de vías alternativas que podrían desvirtuar la obligación de formular una OPA obligatoria, en cualquier caso, adicionales a reducir la adquisición de su participación resultando en un porcentaje menor:

1. En primer lugar, cabría pensar en la posibilidad de **cambiar el tipo de acciones vistas en titularidad de la sociedad patrimonial**, en especial acciones sin derecho a voto o valores que no computen a efectos de determinar la superación o no del umbral del 30% de la normativa de OPAs. Esta alternativa sería especialmente atractiva a los efectos de considerar una eventual fusión entre OSA y EDM, la cual podría conllevar a una consiguiente obligación de lanzar OPA obligatoria si no se cumple determinados requisitos.
2. En segundo lugar, cabría la posibilidad de abordar los *numerus clausus* que determinan la **exención de obligación de formular OPA**, entre los que se encuentra como veremos seguidamente la **fusión entre sociedades, atendiendo a determinados requisitos**.
3. Así mismo, se podría solicitar la **dispensa de la obligación de formular una OPA**, por, entre otros supuestos, en caso de que otra entidad, individualmente o de forma conjunta con otras personas que actúen en concierto con ella, ostente en la sociedad afectada un porcentaje igual o superior de derechos voto que el que tenga el obligado a formular la oferta. Así mismo, el adquirente indirecto o sobrevenido de dicha participación de control deberá formular una opa sobre la totalidad del capital social de la sociedad afectada salvo que, dentro de los tres meses siguientes a la fecha en la que se haya constatado la concurrencia del hecho desencadenante de la obligación de formular la opa, transmita a un tercero el exceso sobre el 30 % de los valores de la sociedad afectada y, entre tanto, no ejerza los derechos políticos de tal exceso.

2.1.2. Recompra de acciones de OSA

Ahora bien, faltaría por analizar el desarrollo de los anteriores apartados en el caso de que OSA lleve a cabo la recompra de acciones que se ve planteada.

En este sentido, la normativa relevante a efectos de OPA es clara, estableciendo que el porcentaje de derechos de voto relevante a efectos de opa se debe calcular sobre la base de todas las acciones que lleven aparejados derechos de voto, incluso aunque lo tengan suspendido. Las acciones sin voto se computarán sólo cuando gocen de él, de conformidad con la normativa vigente. Sin embargo, no se deben computar las acciones que, en la fecha de cómputo, pertenezcan, directa o indirectamente, a la sociedad afectada.

Por ello, y en atención de la alternativa que se lleve a cabo para evadir la obligación de formular una OPA, se plantean, nuevamente los distintos escenarios para el análisis de toma de control **si la recompra de acciones toma lugar antes de la adquisición:**

1. EDM, por sí sola considerada adquiriendo un 29,7% de OSA posterior a la recompra de acciones de ésta, superaría el umbral establecido por la normativa relevante, ya que al excluirse el 1% del capital social, el umbral pasaría de 30% a, justamente, 29,7%. Estableciendo la norma que dicho umbral se supera en un porcentaje de derechos de voto **igual** o superior al 30 % (de la correspondiente base, siendo 29,7% en este caso), **EDM, por sí sola, estaría obligada a formular dicha OPA**, todo ello sin considerar las acciones titularidad de las personas/sociedades restantes del grupo.
2. La familia Machado no superaría dicho umbral ya que estaría adquiriendo una participación efectiva del 29,636%.

En el caso de que la **recompra de acciones se haga efectiva luego de la adquisición** de EDM, en virtud del RD OPAS, esta dispondrá de un plazo de tres (3) meses desde la recompra que produzca la extralimitación de dicho umbral para desprenderse de las acciones en exceso del 30%, estando obligada a no ejercer sus derechos de voto correspondientes a este exceso en tanto no se regularice su falta de control.

2.1.3. Conclusiones

1) **Umbral de Control y OPA:**

- a. Según la normativa vigente, una OPA obligatoria se desencadena al alcanzar un 30% de derechos de voto en una sociedad cotizada. EDM, al adquirir un 29,7% de OSA, no supera este umbral por sí sola.
- b. La familia Machado, considerando su participación indirecta a través de EDM y la sociedad patrimonial, alcanzaría un 29,636% en OSA, lo cual tampoco supera el umbral del 30%.

2) **Alternativas para evitar OPA Obligatoria:**

- a. Cambiar el tipo de acciones de la sociedad patrimonial a acciones sin derecho a voto podría evitar la obligación de formular una posible OPA.

- b. Explorar las posibles exenciones de la obligación de OPA, recomendando, en particular, las fusiones que cumplan ciertos requisitos del artículo 8.g) RD OPAS.
- c. Solicitar una dispensa de la obligación de OPA si otra entidad tiene un porcentaje igual o superior de derechos de voto.

3) **Recompra de Acciones por OSA:**

- a. Si OSA recompra acciones antes de la adquisición por EDM, el umbral de control se ajusta, y EDM podría superar el umbral del 30%, obligándola a formular una OPA.
- b. Si la recompra ocurre después de la adquisición, EDM tendría tres meses para vender el exceso de acciones y no ejercer los derechos de voto correspondientes al exceso.

2.2. CUESTIONES RELATIVAS A LA FUSIÓN POR ABSORCIÓN ENTRE OCEANSHIP Y ESTRELLA DEL MAR Y LA POSIBILIDAD DE ARTICULAR LA MISMA SIN OBLIGACIÓN DE LANZAR OPA OBLIGATORIA POR PARTE DE LA FAMILIA MACHADO.

2.2.1. *Aplicación y requisitos de la exención del art. 8.g) del RD OPAS*

De conformidad con lo expuesto en el punto 2.1 anterior y con la naturaleza operacional de la fusión de sociedades como modificación estructural, como consecuencia del canje propio de la fusión, a la familia Machado adquirir un 57% de la sociedad resultante de la absorción por parte de OSA a EDM, la familia Machado se vería obligada a formular una OPA por la totalidad del accionariado de la sociedad resultante, ya que estaría de manera sobrevenida y mediante la propia configuración del canje propio de la fusión superando el umbral del 30% (o 29,7%) previamente referido.

Ahora bien, y como hemos tenido oportunidad de anticipar, la normativa relevante a efectos de OPA (RD OPAS) establece dentro de su artículo 8, un sistema *numerus clausus* de supuestos eximentes de dicha obligación de formular una OPA. Entre ellos, encontramos en el apartado (g) que *“en caso de fusión, estarán exentos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición los accionistas de las sociedades o entidades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4 y 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 ello, para poder la familia Machado de dicho eximente, debe en primer lugar, abstenerse de votar a favor de la fusión en el seno de la correspondiente junta de la *sociedad afectada*. A pesar de parecer claro el tenor literal de la normativa en cuestión cabría preguntarse a qué sociedad interviniente en la operación se refiere al establecer el término de “*sociedad afectada*”. En este sentido, parte de la doctrina asentada ha acordado que, entre otra cosas, en la medida en que la sociedad adquirente (absorbente) sea a quien le corresponda demostrar a la CNMV que cumple con los requisitos del artículo 8.g de la normativa relevante, la referencia a la *sociedad afectada* debe entenderse a la misma sociedad absorbente, y que, así mismo, “*nada impide, obviamente, que lo hagan en la junta general de accionistas de la restante o restantes sociedades participantes en la operación*”⁶.

En este sentido, resulta claro que la familia Machado podría cumplir con este primer requisito al, mediante su sociedad patrimonial, abstenerse de votar sobre dicha fusión en la junta general de accionistas de OSA. Por ello, y como previamente se adelantó al evaluar una posible articulación que evada la obligación de formular OPA en adquisición de OSA por parte de EDM, convendría convertir las acciones de dicha sociedad patrimonial en acciones in derecho a voto. Por otra parte, y como hemos podido comprobar, resulta obvio que la familia Machado, en el seno de la junta de accionistas de EDM, deba aprobar la fusión dada su participación significativa del 88%, sin la cual no se llevaría a cabo y por la cual no resultaría perjudicada en lo relativo a la satisfacción de este requisito.

Al margen de cumplir este requisito, la sociedad adquirente (absorbente) deberá justificar que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial empresarial, siendo históricamente éste más difícil de satisfacer. Ante ello, la práctica ha ido creando un conjunto de condicionantes para satisfacer este requisito. Así mismo, para tramitar una

⁶ Paredes Galego, C., Pereda Espeso, J., Redonet Sánchez Del Campo, J., (2021) Ofertas públicas de adquisición de valores (I). En Sebastián Quetglas, R (Dir.) *Manual de fusiones y adquisiciones de empresa*. (p. 523).

solicitud de exención ante la CNMV, se requiere obligatoriamente la presentación de dos (2) informes específicos⁷.

1. En primer lugar, es indispensable un informe elaborado por un experto independiente que justifique que la fusión persigue, principalmente, objetivos industriales o empresariales. Este informe debe detallar de manera exhaustiva las razones económicas que motivan la operación, tales como la mejora de la posición estratégica de la sociedad en el mercado, los ahorros en costos, el aumento de ingresos, entre otros aspectos.
2. El segundo documento solicitado por la CNMV es un dictamen o informe jurídico preparado por un asesor legal. Este informe tiene como finalidad principal evaluar y justificar que el propósito de la fusión no reside en la toma de control. Para ello, analiza los compromisos asumidos por el accionista mayoritario, los cuales pueden variar según la naturaleza del acuerdo, y abarcan aspectos como la compra o venta de acciones, el gobierno corporativo, la actuación concertada o la preservación del *free float* de la sociedad. Estos compromisos pueden ser temporales o indefinidos y están diseñados para demostrar la neutralidad en la gestión posterior a la fusión.

2.2.2. Calendario de actuaciones para la fusión de OSA y EDM

Para una mejor referencia y estimación del tiempo de la operación, así como la para indicar los principales pasos seguir en el contexto de esta operación, aportamos el siguiente calendario:

Semana	Actuaciones	Referencias Legislativas
X ⁸	<ul style="list-style-type: none"> • Determinación de la necesidad de elaborar un balance de fusión a falta de un balance cerrado en los últimos 6 meses. 	Art. 43 LME
1-2	<ul style="list-style-type: none"> • Aprobación por parte de los órganos de administración de las sociedades implicadas del proyecto común de fusión. 	Art. 39, 40 LME

⁷ Gutiérrez Gilsanz, J. (2018). La fusión como supuesto excluido de la obligación de formular una OPA. *Orizzonti del Diritto Commerciale* (1). (p.71-93). ISSN 2282 - 667X.

⁸ Primer día del tercer mes precedente a la fecha del proyecto de fusión. (art. 43 LME).

2-3	<ul style="list-style-type: none"> Nombramiento experto(s) independiente(s) por el Registro Mercantil para el informe de valoración / tipo de canje (administradores). 	Art. 41 LME; Art. 8.g RD OPAS
	<ul style="list-style-type: none"> Nombramiento de asesor legal para redacción de informe que acredite propósito distinto de la toma de control. 	Art. 8.g RD OPAS
4-6	<ul style="list-style-type: none"> Publicación del proyecto común de fusión en el BORME y en las webs corporativas. 	Art. 46 LME; Art. 39 LSC
	<ul style="list-style-type: none"> Preparación de la documentación para la solicitud formal de dispensa a la CNMV. 	Art. 8.g RD OPAS
	<ul style="list-style-type: none"> Presentación de la solicitud formal de dispensa a la CNMV con toda la documentación requerida. 	Art. 8.g RD OPAS
7-9	<ul style="list-style-type: none"> Convocatoria de las juntas generales de ambas sociedades para aprobar la operación de fusión. 	Art. 47 LME
	<ul style="list-style-type: none"> Puesta a disposición de accionistas de la documentación completa. 	Art. 46, 47 LME
	<ul style="list-style-type: none"> Notificación del hecho relevante a la CNMV en caso de sociedad cotizada. 	LMV y RD OPAS
8-10	<ul style="list-style-type: none"> Recepción de la resolución de la CNMV sobre la dispensa. 	Art. 8.g RD OPAS
	<ul style="list-style-type: none"> Comunicación inmediata a los accionistas y mercados en caso de resolución favorable. 	
11-13	<ul style="list-style-type: none"> Celebración de las juntas generales de ambas sociedades y aprobación del acuerdo de fusión. 	Art. 201 LSC
	<ul style="list-style-type: none"> Adopción de acuerdos sobre los estatutos sociales de la sociedad resultante. 	Art. 201 LSC
14	<ul style="list-style-type: none"> Otorgamiento de la escritura pública de fusión. 	Art. 50 LME
	<ul style="list-style-type: none"> Inscripción de la fusión en el Registro Mercantil. 	Art. 51 LME

2.2.3. Conclusiones

- 1) **Obligación de Formular una OPA**: La familia Machado, al adquirir un 57% de la sociedad resultante de la fusión de OSA y EDM, estaría obligada a formular una OPA por la totalidad del accionariado debido a que superaría el umbral del 30% de derechos de voto.
- 2) **Exención de la OPA Obligatoria**: El artículo 8.g) del RD OPAS establece exenciones para la obligación de formular una OPA. La familia Machado puede cumplir con el requisito de abstenerse de votar a favor de la fusión en la junta general de OSA a través de su sociedad patrimonial. Sin embargo, deben aprobar la fusión en la junta de EDM debido a su participación significativa.
- 3) **Justificación del Objetivo Industrial o Empresarial**: Para tramitar la exención ante la CNMV, se requieren dos informes: uno de un experto independiente justificando los objetivos industriales o empresariales de la fusión, y otro informe jurídico que evalúe y justifique que el propósito de la fusión no es la toma de control.
- 4) **Formalidades y plazos**: Las actuaciones para la fusión de OSA y EDM incluyen la aprobación del proyecto de fusión, nombramiento de expertos y asesores legales, publicación del proyecto, solicitud de dispensa a la CNMV, convocatoria de juntas generales, y finalización de la fusión con la inscripción en el Registro Mercantil. Podrían llevarse a cabo a lo largo de 14 semanas.

2.3. CUESTIONES RELATIVAS A LOS PACTOS DE ACCIONISTAS ENTRE LA FAMILIA MACHADO Y LA FAMILIA AZCONA, ASÍ COMO EL PROCESO DE LA FUSIÓN SIN LA OBSERVANCIA DE LOS MISMOS.

El pacto de accionistas entre la familia Machado y la familia Azcona y su impacto en la operación de fusión en cuestión debe ser analizado en el contexto de la normativa aplicable. En primer lugar, la posibilidad de entrar en este tipo de pactos parasociales viene dispuesta, de forma implícita, por el artículo 1255 del Código Civil, al establecer el principio general de libertad contractual. De forma explícita, la LSC prevé, en su artículo 29, la posibilidad de concertar pactos de esta

naturaleza, estableciendo además que en el caso de que “*se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad*”.

Cabría, por otra parte, simplemente indicar la potencial relevancia que tendría el hecho que el pacto en cuestión haya sido firmado en 1987. Como antecedente de la actual LSC, la regulación de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada se veía dividida, respectivamente, en sus propios textos normativos. En este sentido, la LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS DE 1951, preveía, en su artículo 6, una redacción literal que eliminaba la posibilidad de “*hacer pactos reservados*”, estando todos ellos sujetos a su constatación en la escritura social para ser considerados como válidos y eficaces. No sería hasta 1989 que dicho precepto fuera sustituido por su mención en el artículo 7 del mismo texto normativo, para indicar lo que ya venía adelantando la jurisprudencia, siendo una réplica del actual art. 29 LSC, “*los pactos que se mantengan reservados entre los socios serán oponibles a la sociedad*”. En resumen, podría haberse planteado la posibilidad de nulidad plena del pacto de accionistas entre las familias Machado y Azcona por directa contravención de la LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS DE 1951, en su redacción previa a 1989. No obstante, dicho argumento resulta poco fundamentado dada la amplia jurisprudencia, cuya interpretación descartaba la nulidad de dichos pactos reservados y enfatizaba su inoponibilidad frente a la sociedad⁹.

Ahora bien, como se nos ha expuesto, el contenido del pacto en cuestión regula el sistema de toma de decisiones de EDM, imponiendo la obligación de recibir el voto favorable de la familia Azcona para poder llevar a cabo cualquier modificación estructural. Por ello, nos encontraríamos ante un pacto de organización, atendiendo a la tipología destacada por la doctrina¹⁰. El análisis de su **validez** se ve encaminado por la teoría del *ius impertivum* como límite a la validez de los pactos parasociales. En este sentido, además de resultar claro que los pactos sociales deberán atender a las limitaciones de la libertad contractual del art. 6 del Código Civil, la práctica ha ido delimitando el verdadero límite parasocial en la imperatividad sustantiva de las normas relevantes a efectos de interpretar el contenido de dichos pactos. En este sentido, el juicio de validez debería ceñirse a la “*defensa de los valores centrales o fundamentales del derecho privado*” y no a la forma en mediante la cual “*las partes acomoden esa organización en sus relaciones internas o ad intra a*

⁹ En este sentido, STS de 27 de noviembre de 1961 y STS de 10 de noviembre de 1961.

¹⁰ Paz-Ares, C. (2011). La cuestión de validez de los pactos parasociales. *Homenaje al Profesor D. Juan Luis Iglesias Prada*. Revista de Derecho Mercantil Uría & Menéndez.

sus circunstancias, preferencias o conveniencias”¹¹. Por todo ello, entendemos que la condición de voto favorable de la familia Azcona en las aprobaciones de modificaciones estructurales de EDM sería válido ya que no comporta una contravención de las normas de LSC que, en cualquier caso facultan a los accionistas para endurecer dichos requisitos de voto o quórum mediante la modificación estatutaria correspondiente y que, además, no incide en los valores centrales o fundamentales del derecho privado, estando facultadas las partes para ejercer la autonomía privada en el campo parasocial para regularla su relación a efectos internos.

En cuanto a su **eficacia**, el análisis puede resultar más complejo. Atendiendo, en primer lugar, a los efectos que podría tener dicho pacto sobre la aprobación del proyecto común de fusión, resulta indispensable recalcar que el pacto de accionistas no ha sido modificado a pesar las múltiples modificaciones estatutarias y que no sea han tratado cuestiones relativas al derecho contenido en el pacto de accionistas. A pesar de que por solo ello no signifique el pacto no se encuentre unido a la escritura social de los estatutos de EDM, entendemos que dicho pacto podría ser parasocial al regular una relación entre particulares en donde no tenemos información expresa de su voluntad para acceder a los estatutos sociales y que, por consiguiente, encontrará difícil acceso al Registro Mercantil.

Expuesto esto, como hemos apuntado previamente los pactos parasociales o pactos reservados no serán oponibles frente a la sociedad en virtud del art. 29 LSC, y por tanto estos son únicamente ley entre las partes intervinientes, en este caso la familia Machado y la familia Azcona. No obstante, nos corresponde advertir la posibilidad de calificación jurisprudencial de dicho pacto como omnilateral, concurriendo en ambos una identidad subjetiva. Al ser los únicos accionistas de la EDM ambas familias, el pacto concertado podría interpretarse jurisprudencialmente, como se ha hecho en el pasado¹², como la celebración de una junta de accionistas, a través de la *ficción de la existencia de una junta universal*¹³. Ello implicaría que, al concurrir todos lo accionistas de la sociedad en un pacto, aun siendo parasocial o reservado, la regla de inoponibilidad del art. 29 de la LSC sería inaplicable, estando constituida una junta universal que vincula a la propia sociedad. Igualmente, hemos de exponer en este Dictamen una posición divergente de esta interpretación del

¹¹ Paz-Ares, C. Op. Cit. (p.254).

¹² En este sentido, STS de 26 de febrero de 1991 y STS de 10 de febrero de 1992.

¹³ Paz-Ares, C. (2003) El enforcement de los pactos parasociales. *Actualidad Jurídica (Uría Menéndez)* (5) (p. 33).

TS. A nuestro juicio, y en línea con lo expuesto por parte de la doctrina¹⁴, el hecho de que todos los socios/accionistas coincidan con las partes contratantes de un pacto parasocial no implica la vinculación de la sociedad por dicho pacto. Para que este sea el caso, además de una identidad subjetiva debe concurrir necesariamente una identidad objetiva, de tal forma que no se podrían formular las acciones y remedios que prevé el derecho societario (impugnación de acuerdos sociales, en este caso) en virtud de un pacto que se establece en el ámbito contractual privado y que ampara su validez en el mismo, al margen del derecho societario. Por tanto, entendemos que **la vulneración del pacto entre la familia Machado y Azcona no puede ser invocado para impugnar el acuerdo social de aprobación de proyecto común de fusión**, a pesar de corresponder una identidad subjetiva. En todo caso y como se apuntará luego, el régimen de contratación privada ofrece a las partes los remedios apropiados para hacer valer sus pretensiones del contrato, sin que ello pueda incidir en la esfera societaria de manera directa.

Por otra parte, sin invocar la vulneración del pacto de accionistas, la familia Azcona estaría legitimada para impugnar el acuerdo de aprobación del proyecto de fusión en virtud de lo dispuesto por el art. 206 LSC. La fundamentación jurídica utilizada por la familia Azcona se correspondería con una **lesión al interés social** en beneficio de la familia Machado, ya que se alegaría que la función se realiza sin una necesidad económica. Sin embargo, como pudimos apuntar previamente, en el caso de que se quisiera acoger a la eximente de formulación de OPA obligatoria previsto en el RD OPAS, la familia Machado deberá de acreditar que la fusión se corresponde con un objetivo empresarial o industrial y no con la simple intención de obtener el control, y en este caso diluir a la familia Azcona. Por ello, resulta indispensable en todo momento contar con el informe de tercero independiente acreditando la mejora económica y/o organizativa que conllevaría dicha fusión.

De forma similar, la argumentación de la familia Azcona en cuanto al **conflicto de interés** que pudiera tener la familia Machado por la designación de un consejero dominical en OSA, se podría ver desvirtuada igualmente por la necesaria abstención que tendría que realizar la sociedad patrimonial en el seno de la Junta General de OSA para acogerse al eximente del RD OPAS. Entenderíamos que, al abstenerse de dicho acuerdo en la sede de la sociedad afectada, en donde

¹⁴ Paz-Ares, C. Op. Cit.

además ostenta una participación minoritaria, podría resultar como un punto fundamental para evitar la consideración de un conflicto de interés.

Ahora bien, la eficacia *inter partes* de este pacto es mucho menos discutible. Resulta claro la familia Azcona estaría facultada para ejercitar la acción de indemnización de daños y perjuicios, estando la familia Machado obligada a cumplir con dicho remedio en el caso de que el incumplimiento le sea imputable de conformidad con los artículos 1101 y siguientes del Código Civil. En este caso, sería discutible atribuir el incumplimiento como la votación favorable de la familia Machado a pesar de no confirmar la votación a favor de la modificación y todo en el contexto de que la familia Azcona no habría acudido a la Junta General a ejercitar su derecho de voto. Además de ello se ven ligadas las dificultades propias de determinar la cuantía del daño producido por el incumplimiento. En este caso, advertimos que podría ser más apropiado para la familia Azcona ejercitar una acción de cumplimiento, la cual conllevaría a una obligación dirigida a la familia Machado para la remover la modificación estructural o el acuerdo que aprueba el proyecto común de fusión, aparejadas a multas coercitivas en cuanto no se haya cambiado la situación de incumplimiento.

Por último, cabe apuntar que todo lo discutido en este epígrafe se ve sujeto a la efectiva inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, ya que ello conllevará la producción de efectos definitivos e irrevocables en virtud del artículo 51 de la LME. En este sentido, cualquier impugnación de los acuerdos adoptados para llevar a cabo esta modificación estructural se deberán llevar a cabo antes de dicho momento, tomando en cuenta el plazo de caducidad ligado a la acción de impugnación, siendo éste 1 año desde la adopción formal del acuerdo o de su inscripción en el Registro Mercantil, como así establece el artículo 205 LSC.

2.3.1. Conclusiones

- 1) **Validez del Pacto de Accionistas**: El pacto de accionistas entre las familias Machado y Azcona, firmado en 1987, es válido bajo la normativa actual, ya que no contraviene las normas imperativas de la LSC. Aunque la LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS DE 1951 prohibía pactos reservados, la jurisprudencia ha descartado su nulidad, enfatizando su inoponibilidad frente a la sociedad.

- 2) **Eficacia del Pacto de Accionistas**: El pacto regula el sistema de toma de decisiones de EDM, requiriendo el voto favorable de la familia Azcona para modificaciones estructurales. Aunque no es oponible a la sociedad, podría interpretarse como una junta universal ya que ambas familias son los únicos accionistas, lo que vincularía a la sociedad. Sin embargo, la doctrina sugiere que la mera identidad subjetiva no implica vinculación societaria sin identidad objetiva.

- 3) **Impugnación de Acuerdo de Fusión**: La familia Azcona no puede invocar la vulneración del pacto para impugnar el acuerdo de fusión, pero puede hacerlo alegando una lesión al interés social en beneficio de la familia Machado.
 - a. Debe demostrar que la fusión tiene un objetivo empresarial o industrial para acogerse a la exención de OPA obligatoria.
 - b. Podría alegar un conflicto de interés por la designación de un consejero dominical en OSA. Sin embargo, la abstención de la sociedad patrimonial en la junta de OSA podría mitigar esta alegación.

- 4) **Eficacia *Inter Partes* del Pacto**: La familia Azcona puede ejercer acciones de indemnización por daños y perjuicios o de cumplimiento contra la familia Machado si se incumple el pacto. La acción de cumplimiento podría obligar a revertir la modificación estructural aprobada.

- 5) **Inscripción de la Fusión**: La inscripción de la fusión en el Registro Mercantil producirá efectos definitivos e irrevocables. Cualquier impugnación debe realizarse antes de la inscripción, dentro del plazo de un año desde la adopción formal del acuerdo o su inscripción.

3. ESQUEMA DE *SCRIP DIVIDEND*. FUNDAMENTO E IMPLEMENTACIÓN JURÍDICA.

3.1. CUESTIONES RELATIVAS A LA NATURALEZA Y ESTRUCTURACIÓN JURÍDICA DEL ESQUEMA *SCRIP DIVIDEND*.

3.1.1. Fundamentación e implementación jurídica del esquema scrip dividend.

Como bien se apunta, el *scrip dividend* no deja de ser un mecanismo alternativo de retribución al socio, accionista en este caso, sobre la distribución de dividendos en metálico tradicionalmente concebida. Se erige, por tanto, como una de las fórmulas alternativas más utilizadas, entre las 19 reconocidas por la práctica corporativa en España, como así apunta la BOLSA Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME) en su informe de fórmulas de retribución al accionista¹⁵.

Ahora bien, no existe una regulación específica para los *scrip dividends* en España. No obstante, el artículo 276.1 de la LSC otorga a la junta general de accionistas la capacidad de decidir la forma de pago del dividendo en la resolución de distribución. Este artículo no especifica métodos concretos de pago ni establece una forma subsidiaria en caso de que la junta no defina un método, lo que podría interpretarse como una potestad conferida a los accionistas para decidir libremente cómo se abonará el dividendo.

Por otra parte, la normativa de la LSC no prohíbe que el pago del dividendo se realice mediante bienes distintos al dinero, siempre y cuando se ofrezca como una alternativa voluntaria para el accionista y se tomen medidas para evitar violaciones al principio de integridad del capital y la proporcionalidad en la distribución. En consecuencia, los *scrip dividends* están permitidos por la ley, aunque no están específicamente regulados en el marco legal. Así mismo y como apuntaremos más adelante, resulta importante atender a lo dispuesto en los estatutos sociales sobre esta cuestión.

En cuanto a su implementación, los *scrip dividends* se estructuran mediante la atribución de derechos de asignación gratuita a la totalidad de accionistas por parte de la sociedad en cuestión, asumiendo esta última un compromiso irrevocable de adquisición de dichos derechos, a un precio

¹⁵ BME, Bolsas y Mercados Españoles (2013). Fórmulas de remuneración al accionista. Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos. *Revista Bolsa*. BME Ediciones Digitales.

determinado. En este caso, la sociedad resultante de la fusión, OSA, debería entregar derechos de asignación gratuita a la totalidad de sus accionistas, con la finalidad de proveer a éstos la flexibilidad propia de este mecanismo. En este sentido, una vez recibidos los derechos de asignación gratuita, podrá cada accionista tomar una de tres (3) posibles acciones en el ejercicio del mismo.

En primer lugar, podría, si decide optar por ser retribuido en acciones de OSA ejercitar su derecho de asignación gratuita para suscribir gratuitamente acciones procedentes de un aumento de capital liberado.

En segundo lugar, podría, si decide optar por ser retribuido en metálico, vender dicho derecho de asignación gratuita a OSA, la cual deberá asumir, en virtud del compromiso irrevocable de adquisición, retribuyendo a los accionistas el dividendo en metálico. Así mismo, una vez adquiridos dichos derechos, OSA deberá renunciar a los mismos, evitando así una contravención de la prohibición de suscripción de acciones propias contemplada en el art. 134 de la LSC.

En tercer y último lugar, podría el accionista acudir al mercado secundario para vender dichos derechos, siendo éstos de libre negociación y transmisión en el mercado bursátil (art. 306 LSC), recibiendo la retribución en metálico y dando entrada a un nuevo accionista en el capital social de OSA. Cabría la posibilidad, igualmente, de combinar, a elección del accionista en cuestión, estas tres (3) modalidades en la forma que estime más conveniente y en función de la cantidad de derechos de asignación que le sean concedidos, siendo lo usual que accionista disponga de tantos derechos como acciones posea¹⁶.

Con esto, el *scrip dividend* deberá atender a una coordinación entre la distribución de dividendos y el aumento de capital con cargo a reservas, permitiendo ofrecer a los accionistas una alternativa retributiva sin perder las opciones habituales en una distribución estándar.

En cuanto al acuerdo de distribución de dividendos, resulta claro que es una competencia de la junta general de accionistas de OSA en virtud del art. 160. a) de la LSC y como pudimos adelantar al mencionar el art. 276.1 del mismo texto. Este acuerdo se erige como una aprobación de la

¹⁶ BME, Bolsas y Mercados Españoles (2013) Op. Cit.

propuesta de aplicación del resultado elaborado por el consejo de administración y requiere una mayoría simple de los votos de los accionistas presentes o representados en la junta, siendo necesario atender a lo dispuesto en los estatutos sociales que podrían elevar este régimen de votación, en virtud de lo dispuesto en el art. 201 LSC.

Por otra parte, el acuerdo de aprobación de aumento de capital se debe ceñir a las mayorías reforzadas en virtud de los artículos 194 y 201.2 LSC. Es decir, se necesitaría mayoría absoluta en el caso de que el quorum de asistencia supere el cincuenta por ciento (50%) del capital de OSA y, en caso contrario, se requerirá el voto favorable de dos tercios (2/3) del capital de OSA en una segunda convocatoria, concurriendo accionistas que representen el veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto, nuevamente, atendiendo a lo establecido en los estatutos sociales que podrían elevar este régimen de votación.

Expuestas las diferencias entre los requerimientos de quórum y votación de estos acuerdos, es claro que el aumento de capital liberado cobra la mayor relevancia, entre otras cuestiones, porque es en éste en donde se acuerda la atribución a los accionistas de sus derechos de asignación gratuita de suscripción de las nuevas acciones a emitir, y en donde se atribuye a los mismo el mencionado compromiso irrevocable de adquisición por parte de OSA. No obstante, la práctica habitual determina que los efectos de dicho acuerdo se encuentran suspendidos al momento de ejecución del aumento de capital propiamente, lo que conllevaría la inclusión de aquellos accionistas que hayan adquirido tal condición hasta la fecha de publicación en el BORME¹⁷. En este mismo sentido, normalmente, en dicho acuerdo se aprueba la delegación al consejo de administración para la determinación de las condiciones específicas del aumento de capital, aprobando éstos el calendario de ejecución y la fijación de la cifra del aumento de capital.

En cuanto a la determinación de las condiciones específicas del aumento de capital, sería principal la determinación del denominado “precio de referencia”, siendo éste el valor que tendría cada acción y el cual, en la práctica, se ha calculado como la media aritmética ponderada del valor de cotización de la acción en aquellas bolsas de valores en donde se encuentren cotizando. En el caso

¹⁷ Aragón Tardón, S. (2023). La necesidad de regulación de las operaciones de scrip dividends como fórmula para satisfacer el derecho del socio a participar en las ganancias sociales en España. *Revista CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, (265). (p. 5-36).

de OSA, habría que atender a la posible cotización de dichas acciones en bolsas de valores al margen de Madrid, como lo pueden ser Barcelona, Bilbao y Valencia. Ya determinado dicho precio de referencia, se deberá atender al número máximo de acciones a emitir en el aumento de capital. Este número se vendrá determinado por la división del importe máximo de la ampliación (el cual ha sido determinado en la práctica habitual como el valor máximo a emitir “*bajo el supuesto de que todos los accionistas opten por acudir a la ampliación de capital y suscriban la totalidad de las acciones que les corresponden*”¹⁸) entre el precio de referencia previamente mencionado.

Por otra parte, tomando en cuenta el número máximo de acciones a emitir, será necesario determinar del número de derechos de asignación gratuita que corresponderían a cada acción nueva, producto del aumento de capital liberado. En este sentido, se deberá dividir el número de acciones en circulación, al momento de ejecutar el aumento de capital, entre el número máximo de acciones a emitir, determinado en el párrafo anterior.

Finalmente, y cobrando especial relevancia para aquellos accionistas que deseen ser retribuidos en metálico, para calcular el precio mediante el cual OSA se comprometería irrevocablemente a adquirir sendos derechos de asignación gratuita, se deberá atender a la división del precio de referencia entre el número de derechos de asignación correspondientes a una acción nueva, incrementado en una unidad, como se ilustra en la siguiente ecuación:

$$\text{Precio de Derecho de Asignación Gratuita} = \frac{\text{Precio de referencia}}{(\text{N}^{\circ} \text{ de derechos de asignación gratuita necesarios} + 1)}$$

3.1.2. Conclusiones

- 1) **Implementación en OSA:** OSA debe estructurar el scrip dividend mediante la atribución de derechos de asignación gratuita a todos sus accionistas. La sociedad debe asumir un compromiso irrevocable de adquirir estos derechos a un precio determinado, ofreciendo flexibilidad a los accionistas. Éstos pueden optar por:
 - a. suscribir acciones nuevas mediante un aumento de capital liberado;

¹⁸ BME, Bolsas y Mercados Españoles (2013) Op. Cit. (p. 29).

- b. vender los derechos de asignación gratuita a OSA para recibir dividendos en metálico; y/o
 - c. vender los derechos en el mercado secundario.
- 2) **Requisitos de Aprobación en OSA:** La distribución de dividendos en OSA es competencia de su junta general de accionistas, requiriendo una mayoría simple. El aumento de capital, necesario para el scrip dividend, requiere mayorías reforzadas según el quórum de asistencia, conforme a los artículos 194 y 201.2 de la LSC.
- 3) **Cálculo del Aumento de Capital en OSA:** OSA debe coordinar el aumento de capital con la distribución de dividendos, determinando el "precio de referencia" de las acciones (valor de cotización) y el número máximo de acciones a emitir, asumiendo que todos los accionistas suscribirán las nuevas acciones. También debe calcular el número de derechos de asignación gratuita necesarios para cada nueva acción, que, junto con el "precio de referencia", determinarán el precio de derecho de asignación gratuita (dividendo en metálico).

3.2. CUESTIONES RELATIVAS A LA FÓRMULA QUE DEBE OPERAR POR DEFECTO EN EL SCRIP DIVIDEND Y LA SALVAGUARDA DEL INTERÉS DE LOS ACCIONISTAS.

3.2.1. *Suscripción de acciones nuevas por defecto*

Al instaurar el *scrip dividend* como esquema retributivo es importante analizar el supuesto en el cual una vez entregado al accionista su derecho de asignación gratuita este no manifieste su voluntad al respecto de las tres (3) modalidades planteadas previamente. Previo a su análisis, no obstante, correspondería entender los efectos que produciría cada una de las opciones a disposición del accionista en el ejercicio de dicho derecho.

A efectos contables, este esquema distributivo es un claro beneficio para OSA, ya que permitiría reducir considerablemente la salida de tesorería correspondiente que conllevaría una estricta retribución del dividendo en metálico. No obstante, el mecanismo de retribución en cuestión produce la inevitable reducción del precio unitario de cada acción de la cual sea titular, debido al aumento en el montante de las acciones totales. Ahora bien, mediante la suscripción de las nuevas

acciones correspondientes, dichos accionistas mantendrán su participación en la sociedad, con un mayor número de acciones. En sentido contrario, todo accionista que no opte por ejercitar su derecho de asignación gratuita en la suscripción de las acciones nuevas, verá, inevitablemente, su participación en OSA diluida, ya que tendría titularidad sobre una menor proporción de acciones que las que previamente ostentaba, todo ello a cambio de ser retribuido en efectivo, ya sea por la propia sociedad (OSA) al precio de derecho de asignación gratuita, ya sea por un tercero en el mercado bursátil a un precio distinto (usualmente superior) que al previamente mencionado.

Atendiendo a estas consecuencias, la práctica corporativa en España ha determinado que, ante el silencio del accionista llegado el momento de notificar el ejercicio de su derecho de asignación gratuita, conllevará automáticamente la suscripción de acciones nuevas. En este sentido, resulta habitual que las sociedades que acudan a dichos aumentos de capital emitan en sus propios acuerdos de la junta general de accionistas y en los documentos informativos ante la CNMV previsiones como *“los accionistas que no comuniquen su decisión recibirán el número de acciones nuevas que les correspondan”* o *“finalizado el periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita en el mercado, los derechos de asignación gratuita se convertirán automáticamente en acciones de nueva emisión de la sociedad”*¹⁹.

A nuestro juicio, operar por defecto con la suscripción de nuevas acciones para aquellos accionistas que no comuniquen expresamente su decisión en tiempo y forma, resulta la vía menos reprochable. Esto se debe a las características dilusivas propias del esquema retributivo del *scrip dividend*. Al atribuir acciones nuevas a los accionistas en cuestión se estaría salvaguardando su actual participación en el capital de OSA de forma gratuita. Aún más, dada la libre transmisión de dichos títulos, los accionistas en cuestión podrían satisfacer dicho deseo de ser retribuidos en metálico, igualmente, al acudir a su venta en el mercado bursátil. En caso contrario, la opción de retribuir en metálico por defecto resultaría en una dilución automática de su participación, la cual conllevaría una contraprestación económica en caso de que se quisiera retomar su participación original en el capital de OSA. Añadido a esto, la fórmula por defecto comentada opera también en el caso de aumentos de capital liberados al margen de los esquemas de *scrip dividend*. En este sentido, el TRIBUNAL SUPREMO en su STS 936/2006, 6 de octubre de 2006, establece:

¹⁹ Aragón Tardón, S. (2023). Op. Cit. (p. 24).

“El llamado derecho de asignación gratuita de las acciones constituye un mecanismo directo de protección real de la cuota en que la acción consiste [artículo 48.a) y b) LSA], en tanto que el derecho de suscripción preferente puede ser calificado como un mecanismo indirecto de protección del valor. Los accionistas tienen un derecho individual a la integridad de su participación en el patrimonio social de la que no puede disponer la mayoría, y no cabe una medida que lesione la sustancia económica de la acción, aunque tal medida se quisiera justificar apelando al interés social. La protección de tal derecho puede obtenerse por medio del derecho de suscripción preferente, que no es más que una tutela indirecta, que asegura la protección del valor, ya que está diseñada para que el socio que no quiere concurrir a la suscripción pueda recuperar en el mercado el valor de las reservas que le corresponden, lo que es especialmente cierto en las sociedades que cotizan en Bolsa.”

3.2.2. Retribución en metálico como esencia del contrato de sociedad

Considerando las reiteradas declaraciones de la Familia Azcona, mostrándose en contra de la instauración de un mecanismo de *scrip dividend*, debemos advertir ciertas cuestiones que se muestran ligadas los puntos anteriores de esta parte.

En primer lugar, es importante recalcar que la LSC no contempla prohibición alguna a la hora de determinar la satisfacción del dividendo en especie. En este sentido, y como hemos podido adelantar previamente, corresponde a la junta general de accionistas la facultad de determinar la distribución del dividendo en virtud del artículo 276.1 LSC.

Ahora bien, el argumento de la Familia Azcona de la retribución del dividendo en metálico podría verse fundamentos en “*la voluntad presunta de los contratantes que intervienen en una sociedad de capitales*” como así determina parte de la doctrina²⁰. Esta posición, suele venir ceñida a la redacción literal de ciertos artículos de la LSC en donde se hace alusión a términos que naturalmente deben corresponder con dinero. De manera más específica, parte de la doctrina atribuye la inclusión de referencias a “*distribución entre los socios de **cantidades** a cuenta de*

²⁰ Alfaro, J. (2015, 30 de septiembre). Dividendos en especie. Almacén de Derecho. <https://almacenederecho.org/dividendos-en-especie>

dividendos” y/o a al “interés legal correspondiente” en los artículos 277 y 278 LSC, respectivamente, a la presunción de que los dividendos serán retribuidos en cantidades líquidas. De forma similar, la DIRECCIÓN GENERAL DEL REGISTRO Y DEL NOTARIADO (en adelante, “DGRN”) sostiene esta postura en la RESOLUCIÓN DE 30 DE JULIO DE 2015, constatando que “[L]a regla general es la de percepción en dinero de los dividendos (cfr. artículos 277 y 278 de la Ley de Sociedades de Capital, que se refieren a distribución y restitución de «cantidades y pago de intereses) y del valor de la aportación que se devuelva al socio mediante la reducción del capital social (vid. el artículo 318 de la misma Ley, que alude a «la suma que haya de abonarse)”.

Quedando clara esta postura, a nuestro juicio, la LSC vendría en todo caso a realizar una mera presunción sobre la forma de proceder de la junta general de accionistas en la distribución de su dividendo, la cual no podría entenderse como una norma imperativa. Añadido a esto y como hemos podido mencionar en repetidas ocasiones, el esquema de *scrip dividend* se erige como un mecanismo de retribución que dota al accionista de la elección sobre la forma en que quisiera ser retribuido, en metálico o en especie (acciones de OSA). De tal forma, el *scrip dividend* no impone una obligación a los accionistas a recibir el dividendo en forma distinta a la que presume la ley. En cualquier caso, este mecanismo amplía el margen de actuación de cada uno de los accionistas y, añadido a esto, lo hace en cumplimiento del principio de igual de trato contemplado en el art. 97 de la LSC.

Por todo ello, estimamos que las declaraciones de la Familia Azcona cobrarían mayor relevancia en el caso de que se acordase la retribución del dividendo en especie y no se conceda a los accionistas la facultad de optar entre dicha opción y un dividendo en metálico, como si logra satisfacer el *scrip dividend*. Ante este supuesto, anticipamos que las declaraciones de la Familia Azcona conseguirían plantear una modificación estatutaria de los estatutos de OSA para introducir la retribución en especie (acciones) como fórmula de distribución del dividendo. La problemática de este planteamiento yace, nuevamente, en la posición de un sector doctrinal y de la DGRN. Para estos, dicha modificación estatutaria requeriría de unanimidad de los accionistas al “*afecta a los derechos individuales de los accionistas, en cuanto que atañe al contenido del derecho participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio afectado por la restitución del valor de*

las aportaciones sociales”²¹. Añadido a esto, la Resolución de la DGRN, previamente mencionada, añade a su fundamentación lo dispuesto en los artículos 329 y 393.1 LSC, los cuales exigen el consentimiento individual de los socios en lo que corresponde a acuerdos de reducción de capital y de cuotas de liquidación, respectivamente. En este sentido, con la mera oposición de la Familia Azcona sería inviable introducir una modificación estatutaria para la distribución del dividendo en una forma alternativa al dinero.

Ahora bien, a nuestro parecer y siguiendo el criterio de varios autores, no resulta razonable asumir que a pesar de que la mayoría de las accionistas de OSA deseen recibir sus dividendos en acciones de dicha sociedad, una porción minoritaria de los accionistas pueda privarles de dicha opción. Seguidamente, la fundamentación que aporta la DGRN al reafirmar el requerimiento de unanimidad se ve simplemente insuficiente en cuanto a sus referencias a los artículos 329 y 393.1 LSC, requiriendo, el primero de éstos, unanimidad exclusivamente para las sociedades de responsabilidad limitada, y estando el segundo referido a un supuesto de liquidación societaria para el cual no se prevé se presume una falta de estipulación estatutaria. Finalmente, y de manera más importante, en la inclusión de una forma alternativa de retribución al accionista no priva a éstos de participar en las ganancias de la sociedad, verdadera esencia del contrato de sociedad. En tal caso, simplemente “*supone para el socio disconforme se limita a que deberá liquidar él mismo los bienes que se le hubieran entregado, esto es, convertirlos en dinero. Y, en su caso, el acuerdo correspondiente será impugnado por abusivo*”²².

En resumen, los argumentos planteados por la Familia Azcona resultarían relevantes en el contexto de un supuesto distinto a la instauración de un sistema electivo de retribución de dividendos, como lo es el *scrip dividend*. Se trataría de una presunción legal o forma supletoria en la que se deba llevar a cabo dicha retribución del dividendo, sujeta a la aprobación de la mayoría (no unanimidad) de los accionistas, y la cual por sí sola no debe ser considerada la esencia del contrato de sociedad, siendo ésta el derecho a participar en las ganancias patrimoniales, salvaguardado, en cualquier caso.

²¹ RESOLUCIÓN DE LA DGRN DE 30 DE JULIO DE 2015.

²² Alfaro, J. (2015, 30 de septiembre) Op. Cit.

3.2.3. Conclusiones

- 1) **Suscripción Automática de Acciones Nuevas**: Si un accionista de OSA no manifiesta su decisión sobre cómo ejercer su derecho de asignación gratuita, se procederá automáticamente a la suscripción de acciones nuevas, permitiéndoles mantener su proporción en el capital social sin coste adicional.
 - a. Esto busca proteger la participación del accionista en OSA, evitando la dilución de su participación en el capital social.
 - b. Los accionistas que deseen efectivo pueden vender las nuevas acciones en el mercado.

- 2) **Beneficios Contables para OSA**: El scrip dividend permite a OSA reducir la salida de tesorería que implicaría una retribución en metálico, aunque puede resultar en una reducción del precio unitario de las acciones debido al aumento del número total de acciones.

- 3) **Argumentos de la Familia Azcona**:

La oposición de la Familia Azcona al scrip dividend se basa en la presunción de que los dividendos deben ser en metálico. Sin embargo, el scrip dividend no impone una obligación de recibir dividendos en especie, sino que amplía las opciones disponibles para los accionistas, cumpliendo con el principio de igualdad de trato.

- 4) **Modificación Estatutaria y Unanimidad**: La introducción de una retribución en especie como única opción requeriría unanimidad, según la DGRN. Sin embargo:
 - a. el scrip dividend no elimina el derecho a participar en las ganancias, por lo que no debería requerir unanimidad para su implementación; y
 - b. la esencia del contrato de sociedad es el derecho a participar en las ganancias, no la forma específica de retribución. El scrip dividend respeta este derecho al ofrecer todas las opciones disponibles a los accionistas de OSA.

3.3. DECLARACIONES Y RESERVAS

- 1) Este Dictamen se ha elaborado exclusivamente sobre la base de los documentos y la información proporcionados ante nosotros hasta la fecha de emisión del presente Dictamen. No hemos llevado a cabo ninguna verificación independiente de los mismos.
- 2) Asumimos que toda la documentación revisada es auténtica, completa y válida de conformidad con la legislación española vigente, y que las copias son fieles reproducciones de los originales.
- 3) Este Dictamen está destinado exclusivamente para el uso de EDM y no debe ser divulgado a terceros sin nuestro consentimiento previo por escrito, salvo que sea requerido por ley.
- 4) El presente Dictamen refleja nuestra interpretación de la legislación aplicable y los hechos conocidos hasta la fecha de su emisión. No asumimos obligación alguna de actualizar este Dictamen en caso de cambios legislativos o de circunstancias posteriores.
- 5) Este Dictamen no aborda a profundidad cuestiones fiscales o de otras áreas del derecho, y se recomienda a EDM obtener asesoramiento legal independiente.
- 6) Las conclusiones de este Dictamen se basan en nuestra interpretación profesional de la legislación española y no constituyen garantía de resultados en procedimientos judiciales o administrativos.

Dicho es nuestro parecer sobre las cuestiones presentadas, el cual sometemos a cualquier otro que resulte mejor fundado en Derecho.



SAGB ABOGADOS, S.L.P.