



FACULTAD DE DERECHO

**TRABAJO DE FIN DE MÁSTER DE ACCESO A LA ABOGACÍA Y LA PROCURA**

**Autor:** Silvano Crehuet Girona

**Tutor:** Prof. D. Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez

Madrid

Diciembre, 2024

## ÍNDICE:

<b>1. Aproximación al caso y cuestiones a discutir</b> .....	3
<b>2. PARTE 1: Adquisición por Atlas Capital</b> .....	5
2.1 <i>Evaluación de riesgos ante la CNMC</i> .....	5
2.2 <i>Propuesta de reorganización societaria</i> .....	9
2.3 <i>Análisis de procedimiento judicial por Generali Seguros SA</i> .....	15
2.4 <i>Asesoramiento sobre compromiso de no competencia</i> .....	17
<b>3. PARTE 2: Participación en OceanShip S.A.</b> .....	20
3.1 Evaluación de la operación de compraventa y OPA obligatoria.....	20
3.2 Análisis de fusión con OceanShip y control accionarial .....	24
3.3 Consideraciones sobre el pacto de accionistas y conflicto con la familia Azcona ...	28
<b>4. PARTE 3: Implementación de un Esquema de Scrip Dividend</b> .....	34
4.1 <i>Consideraciones generales</i> .....	34
4.2 <i>Programa de implementación y ejecución de scrip dividend.</i> .....	37
<b>5. Conclusiones</b> .....	41

## 1. Aproximación al caso y cuestiones a discutir

Estrella del Mar, S.A., es una empresa cuyo objeto de negocio es el transporte internacional de mercancías y que tiene su sede en la ciudad de Bilbao. Aunque comenzó como una compañía de gestión portuaria, ha decidido desinvertir en este negocio. Atlas Capital, que recientemente adquirió Andalusia Harbors, está interesado en comprar la división de gestión portuaria de Estrella del Mar para fusionarla con su empresa.

En la primera parte que vamos a abordar, Atlas Capital está preocupado por un posible procedimiento sancionador contra Estrella del Mar por actividades anticompetitivas. Necesitan evaluar las consecuencias y cómo protegerse contractualmente. También se necesita una propuesta para que Estrella Gestión Puertos controle toda la actividad de gestión portuaria, evitando ventas intragrupo y proporcionando un calendario y precauciones necesarias. Se descubrió un litigio con Generali Seguros por daños causados durante trabajos de estiba y hay que evaluar el impacto de este procedimiento en la operación. Además, el cliente quiere un acuerdo de no competencia de 5 años para el Mediterráneo y se requiere asesoramiento y consideraciones para notificar la operación a la CNMC.

En una segunda parte, Atlas Capital, Estrella del Mar, S.A. contacta de nuevo para que asesoremos en una posible toma de una participación minoritaria del 29,7% en OceanShip S.A., sociedad con sede fija en la ciudad de Barcelona, Cataluña, empresa líder en el transporte de mercancías alrededor del corredor Mediterráneo. Dicha operación cuenta con el apoyo de uno de los principales accionistas de Estrella del Mar, que cuenta con una participación suficientemente relevante en OceanShip a través de una sociedad patrimonial, la familia Machado.

La sociedad Estrella del Mar necesita evaluar si es posible realizar la compra sin necesidad de lanzar una OPA obligatoria. Si no es posible, hay que determinar cómo articular la compraventa y qué porcentaje sería viable. OceanShip se plantea poner en práctica un programa para recomprar acciones, por lo que se debe evaluar el impacto de esto.

Existe la posibilidad de fusionar OceanShip y Estrella del Mar, lo que otorgaría a la familia Machado el poder para ejercer el control del 57% de la nueva entidad. Requerimos determinar

cómo evitar una OPA obligatoria y qué pasos y calendario seguir para la integración, considerando el pacto de accionistas de 1987 que estipula el voto favorable de la familia Azcona para modificaciones estructurales. La familia Azcona ha anunciado acciones legales para anular la fusión y reclamar daños, alegando conflicto de interés y falta de justificación económica. Se debe evaluar la validez de estas acciones y su impacto en la operación, según si la fusión ya ha sido inscrita o no.

En la tercera y última parte, y tras el éxito de la fusión el Consejo de Administración está explorando opciones atractivas de retribución para captar la atención de grandes inversores institucionales. Uno de los bancos asesores ha sugerido implementar un esquema de scrip dividend, que permitiría a los accionistas elegir por una parte ,entre recibir su dividendo en efectivo o por otra parte, recibir sus dividendos a través de acciones por un valor equivalente.

Se hará una orientación sobre cómo implementar un programa de scrip dividend y asesoría en su estructura. También se analizará si existe alguna limitación sobre la "fórmula" por defecto para los accionistas que no elijan una opción dentro del plazo estipulado, es decir, si deben recibir el dividendo en efectivo o en especie. Encontraremos el desacuerdo de la familia Azcona, aún beligerante, al expresar su oposición al nuevo esquema en una carta, argumentando que "el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad".

## 2. PARTE 1: Adquisición por Atlas Capital

### 2.1 *Evaluación de riesgos ante la CNMC*

Procederemos a analizar la actividad del reparto de mercado que constituye una infracción bajo el Derecho de Competencia, regulada en la legislación a nacional como europea, prohibiendo esta actuación. Esta conducta podemos encontrarla regulada en el artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y, en la legislación nacional en el artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia<sup>1</sup> (LDC). Ambos artículos comparten una redacción similar y establecen que: “*Artículo 1. Conductas colusorias.*

*1. Se prohíbe todo acuerdo, decisión o recomendación colectiva, o práctica concertada o conscientemente paralela, que tenga por objeto, produzca o pueda producir el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia en todo o parte del mercado nacional y, en particular, los que consistan en:*

*c) El reparto del mercado o de las fuentes de aprovisionamiento.”*

Siguiendo el artículo 62. 4.a) LDC, relativo a las infracciones de carácter muy grave, establece:

*“Artículo 62. Infracciones.*

*4. Son infracciones muy graves:*

*a) El desarrollo de conductas tipificadas en el artículo 1 de esta ley y en el artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.”*

Esto da lugar al inicio de un procedimiento sancionador a instancia de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC). Como resultado, podemos enumerar varias consecuencias adversas potenciales en virtud de la legislación:

Bajo la materia de Derecho de Competencia, se pueden establecer para la empresa vendedora ciertas medidas correctivas, diseñadas específicamente para cada situación con el fin de revertir los efectos de la conducta colusoria y restaurar el estado de competencia previo. Estas medidas

---

<sup>1</sup> Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia

pueden incluir la imposición de obligaciones específicas de acción o inacción para la empresa infractora, como por ejemplo la prohibición de establecer contratos con la Administración.

Las sanciones aplicables a una empresa infractora pueden alcanzar hasta el 10% de su volumen de negocio total mundial del año anterior a la imposición de la multa, tal como se establece en el artículo 63.1.c) de la Ley de Defensa de la Competencia. En el caso de que no sea posible determinar el volumen de negocio de Estrella del Mar, se procedería a imponer una multa que superaría los diez millones de euros.

Por otro lado, dado que Estrella del Mar, S.A. es una entidad jurídica, los miembros de su órgano de administración podrían enfrentarse a responsabilidades conforme a la Ley de Sociedades de Capital, lo que podría traducirse en multas o incluso penas de prisión.

Estas vicisitudes pueden suponer un impacto significativo en la negociación de las cláusulas del contrato de compraventa dado que las repercusiones del procedimiento sancionador iniciado por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) podrían jugar un papel crucial para las partes involucradas. Por esta razón, sugerimos que Estrella del Mar contemple la posibilidad de efectuar una "solicitud de transacción". Este mecanismo, previsto en el ámbito del Derecho de Competencia, busca agilizar el procedimiento sancionador. Esto implicaría que Estrella del Mar admita de manera voluntaria la infracción cometida, su implicación en la misma y su responsabilidad, por ejemplo, en el reparto de mercados, a cambio de una reducción en la cuantía de la multa y la aplicación de un procedimiento más sencillo o rápido, según lo establecido en la Ley de Defensa de la Competencia. Optar por esta vía no solo podría disminuir la sanción económica, sino también contribuir a la recuperación de parte de la reputación de la empresa al demostrar cooperación con las autoridades regulatorias. Es fundamental que esta solicitud se realice antes de que cualquier otra entidad implicada en el caso proceda a hacerlo, ya que tomar la iniciativa podría traducirse en una reducción aún mayor de la multa.

Llegados a este punto, es de vital importancia establecer medidas de blindaje al Contrato para asegurar de cara a reducir cualquier riesgo que pueda acaecer de manera que interfiriera con el

objetivo último del mismo. Es fundamental incluir una cláusula de Manifestaciones y Garantías (R&W) que permita mitigar los riesgos.

En esta cláusula, la vendedora debe declarar lo siguiente:

Primero, la firma del contrato y el cumplimiento de las obligaciones que de este se derivan por parte del vendedor, así como la enajenación de las acciones sociales a la parte compradora, no constituyen *per se* una violación de la legislación vigente, de actos administrativos o de resoluciones judiciales que obliguen a la parte vendedora o a cualquiera de las sociedades implicadas. Asimismo, no representan un incumplimiento de obligaciones previas de las sociedades o del vendedor, no afectan de manera negativa a las acciones sociales, ni provocan la modificación, resolución o terminación de ningún contrato importante o relación contractual de las sociedades.

Segundo, la transacción está sujeta a la autorización previa de la autoridad portuaria, cumpliendo con los requisitos del artículo 92 del Real Decreto Legislativo 2/2011<sup>2</sup>, que incluyen: haber cumplido con todas las obligaciones derivadas de la concesión, que hayan transcurrido al menos dos años desde su otorgamiento y que se haya ejecutado al menos el 50% de las obras aprobadas.

Tercero, se han adquirido todas las licencias, autorizaciones y permisos necesarios, para la persecución de sus actividades diarias. La vendedora cumple con las obligaciones y procedimientos administrativos propios de estas licencias, autorizaciones y permisos, los cuales están debidamente registrados. Según el conocimiento de la vendedora, no existe razón alguna por la que estos puedan ser retirados, revocados, cancelados o suspendidos. Estas autorizaciones, licencias y permisos están vigentes, libres de obligaciones o condiciones, restricciones u otras limitaciones, y no se ha recibido aviso alguno que sugiera que están en desorden o bajo revisión.

Cuarto, la vendedora se encuentra actualmente involucrada en un procedimiento sancionador iniciado por la CNMC y se compromete a cumplir con todas las obligaciones impuestas. Exceptuando lo mencionado anteriormente, no existen reclamaciones, demandas, arbitrajes ni

---

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

procedimientos pendientes contra la vendedora que puedan tener un impacto material adverso en sus negocios, derechos, propiedades o situación financiera. Además, la vendedora no tiene conocimiento de ninguna otra demanda, reclamación, acción legal, procedimiento o arbitraje en proceso o esperado que pudiera afectar significativamente sus negocios, derechos, bienes o situación financiera.

Explicadas estas formas de blindar el contrato en relación con la compradora recomendaríamos contratar una póliza de seguro, de R&W, para de esta manera asegurar su condición contractual.

Para concluir, incorporaremos en el contrato un conjunto de obligaciones específicas relacionadas con el procedimiento sancionador actual y cualquier otro vinculados tanto al procedimiento sancionador en curso como a cualquier otro procedimiento en el que Estrella Gestión Puertos, S.L.U., también conocida como la "target" o "Estrella Gestión Puertos", pueda verse implicada por acciones llevadas a cabo antes de la firma de este contrato. Estas obligaciones incluyen:

Primero, la vendedora se compromete a informar al comprador acerca de cualquier situación que pueda tener un impacto en la target y que, por ende, pueda influir en el valor previamente acordado en las negociaciones del contrato.

Segundo, la vendedora asegurará que el comprador tenga un acceso razonable a la información relacionada con la empresa, lo que incluye visitas a las instalaciones y datos referentes al estado actual del procedimiento sancionador realizado por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC).

Tercero, la vendedora asumirá la responsabilidad de cubrir el pago de cualquier multa y/o sanción que resulte del procedimiento sancionador actual, así como de cualquier otra multa y/o sanción que pueda ser impuesta por la CNMC en futuros procedimientos sancionadores relacionados con acciones previas a la adquisición del target por parte de la vendedora.



## 2.2 *Propuesta de reorganización societaria*

La finalidad de la mencionada reestructuración empresarial consiste en centralizar todas las actividades que se van a adquirir bajo la dirección de la target. De esta manera, se garantiza que la gestión portuaria en los puertos de Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca quede bajo la propiedad de Estrella Gestión Puertos.

Para abordar esta problemática, entendemos que lo más eficaz sería dividir el estudio en dos momentos.

### 1º Momento:

En relación con la concesión en el puerto de Bilbao, se llevará a cabo una segregación de la sociedad Estrella del Mar, mediante la cual se transferirá la sección dedicada a la gestión portuaria a una nueva subsidiaria denominada Estrella Bilbao Gestión Puertos, S.L.U.

Para la concesión en el puerto de Casablanca, se realizará una división financiera de Estrella Marruecos, S.L.U., en adelante.

Esta operación implicará la transferencia en bloque, por sucesión universal, de la rama de gestión portuaria a una nueva entidad que será propietaria para operar tanto en el puerto de Bilbao como en el contrato de arrendamiento de remolcadores que Estrella del Mar mantiene con Barcos Antón, S.L. Dicha transferencia se efectuará desde la vendedora.

En lo que respecta a la concesión en el puerto de Bilbao, se procederá con la transferencia del contrato de concesión.

### 2º Momento:

La fusión intragrupo por la que Estrella Gestión Puertos procedería a absorber a las sociedades resultantes de las operaciones del primer Momento.

## MOMENTO 1

### Segregación de la Sociedad Estrella de Mar

El propósito de esta segregación es transferir la rama de actividad relacionada con la gestión portuaria, incluyendo la concesión en bloque y por sucesión universal a la nueva sociedad beneficiaria, Estrella Bilbao.

De acuerdo con el artículo 61 del Real Decreto-ley 5/2003<sup>3</sup> podemos entender que la segregación supone el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica, a una o varias sociedades, recibiendo a cambio la sociedad segregada acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias.

Debido que la segregación se realiza en favor de una sociedad creada ex novo y completamente participada, no resultará necesario elaborar un informe de administradores (que explicaremos más adelante). Esto no implica la reducción de capital de la sociedad segregada (Estrella del Mar), sino que alterará la composición de su patrimonio, ya que será Estrella del Mar quien reciba participaciones de la sociedad que pretende sacar partida a través de beneficios.

En cuanto a esta unidad económica, se incluye la concesión para poder realizar sus actividades en el puerto de Bilbao. Al tener la característica de una concesión administrativa, la transmisión deberá de contar con el visto bueno de la entidad portuaria, la cual actúa con suficiente potestad administrativa para conceder autorizaciones y que dispone de un plazo de tres (3) meses para concederla (art. 92 PEMM)<sup>4</sup>. Además, deberá darse el cumplimiento de requisitos para que la autoridad autorice dicha transmisión, según lo establecido en el artículo 92.3 del PEMM " *Para que la Autoridad Portuaria autorice la transmisión de una concesión se deberán cumplir, al menos, las siguientes condiciones:*

---

<sup>3</sup> Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea.

<sup>4</sup> 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.

*a) Que el concesionario se encuentre al corriente en el cumplimiento de todas las obligaciones derivadas de la concesión.*

*b) Que el nuevo titular reúna los requisitos exigidos para el ejercicio de la actividad o prestación del servicio objeto de la concesión."*

Siguiendo con el último artículo mencionado, las siguientes letras del mismo apartado indican que: " *c) Que, desde su fecha de otorgamiento, haya transcurrido, al menos, un plazo de dos años. Excepcionalmente, la Autoridad Portuaria podrá autorizar su transmisión antes de que transcurra dicho plazo, siempre que se hayan ejecutado al menos un 50 por ciento de las obras que, en su caso, hayan sido aprobadas.*

*d) Que no se originen situaciones de dominio del mercado susceptibles de afectar a la libre competencia dentro del puerto, en la prestación de los servicios portuarios o en las actividades y servicios comerciales directamente relacionados con la actividad portuaria, de acuerdo con lo establecido en el apartado 4."*

Dado que se trata de una segregación que incluye la transferencia de la actividad de gestión portuaria, no se dará monopolio de mercado, ya que la nueva entidad creada seguirá perteneciendo a la empresa original. Además, la autoridad competente analizaría rigurosamente las nuevas posiciones de mercado, detectando en su caso, una situación prohibida por restringir la competencia

Las condiciones laborales de los empleados continuarán regidas por el convenio colectivo vigente en el momento de la transmisión en Estrella del Mar, el cual se mantendrá en vigor hasta su expiración o hasta que se firme un nuevo convenio colectivo en Estrella Bilbao Gestión Puertos. Es imprescindible que Estrella Bilbao informe a los representantes legales, o en su defecto, a los trabajadores afectados por la operación sobre los siguientes puntos:

- a) La fecha programada para la transferencia;
- b) Las razones que justifican la transferencia;
- c) Las repercusiones que la transferencia tendrá para los empleados; y
- d) Las medidas planificadas en relación con los empleados.

Seguidamente, valorando los derechos de los trabajadores derivados de la segregación, nos encontramos ante una situación de "sucesión de empresa" regulado por el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores<sup>5</sup>. De acuerdo con el marco legal vigente, el traspaso de propiedad de la empresa no supondrá la extinción de las obligaciones laborales previamente establecidas, y el nuevo empleador (Estrella Bilbao Gestión Puertos) asumirá derechos y obligaciones que correspondían antiguamente a Estrella del Mar.

Esta información debe proporcionarse en el momento de convocar la junta general en la que se tomará la decisión sobre la segregación. Además, si se planean adoptar medidas laborales que afecten a los trabajadores, será necesario iniciar un período de consultas con los representantes legales de los trabajadores para discutir las medidas previstas y sus consecuencias.

Para realizar esta segregación, los administradores de Estrella del Mar prepararán un proyecto de segregación que incluirá:

Proporcionar la denominación social, tipo de sociedad, domicilio y datos registrales de las empresas involucradas en la segregación, así como la información de la nueva sociedad creada (nombre, tipo de sociedad y domicilio) o el proyecto de escritura y estatutos. Indicar el tipo de canje y el impacto de la segregación. Detallar las ventajas para los administradores y miembros del órgano de dirección, supervisión y control. Incluir la valoración del activo y pasivo del patrimonio transmitido a la nueva sociedad, y las consecuencias sobre el empleo. Aportar los certificados de cumplimiento de las obligaciones tributarias y de la Seguridad Social. Describir el patrimonio activo y pasivo de la sociedad segregada y su distribución entre las sociedades beneficiarias o su permanencia en la sociedad segregada.

La ratificación de la segregación requiere su aprobación en Junta General celebrada dentro de los seis meses posteriores a la validación del plan de segregación, conforme al artículo 39.3 del RD 5/2023. Tras esta aprobación, el siguiente paso es la formalización del proceso ante un notario, quien dará fe del acuerdo de segregación alcanzado en la Junta.

Para que la segregación surta efecto de manera completa, es imprescindible su registro en el Registro Mercantil. Este registro debe detallar la naturaleza de la escisión (en este caso, la

---

<sup>5</sup> 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.

segregación de una parte de la actividad) y aclarar que esta operación no conlleva la disolución de Estrella del Mar. Además, es necesario que la documentación presentada para la sociedad que resulta beneficiada de la segregación, Estrella Bilbao Gestión Puertos, incluya el Proyecto de Segregación.

### Escisión de la Sociedad Estrella Marruecos

De acuerdo con el artículo 60 del ya mencionado Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio (LME) entendemos por una escisión el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica a una o varias sociedades de nueva creación recibiendo los socios de la sociedad que se escinde un número de participaciones sociales de las sociedades beneficiarios de la escisión proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde

Una escisión implica que una entidad separa una parte de su balance, y la transfiere a otra entidad. Por contraprestación, recibe valores representativos del capital de la entidad adquirente, que deben distribuirse entre sus socios a *pro-rata* de sus participaciones. La entidad escindida mantiene participaciones similares en el capital de otras entidades o una rama de actividad.

En este caso, Estrella Marruecos realizará una escisión financiera parcial, transfiriendo la rama de gestión portuaria a una nueva sociedad llamada "Estrella Marruecos Gestión de Puertos, S.L.U." (Estrella Gestión de Puertos), cuyo único socio será Estrella del Mar. Como resultado, Estrella Marruecos Gestión de Puertos se convertirá en titular de la concesión del puerto de Casablanca por sucesión universal. Esta transferencia puede requerir autorización administrativa, por lo que se recomienda contratar un despacho de abogados local para asesoramiento jurídico.

El régimen jurídico de las escisiones está regulado en el capítulo III del Título II del Real Decreto-ley 5/2023, que establece que se regirán por las normas de la fusión. Primero, se debe elaborar un Proyecto de Escisión, redactado y firmado por los miembros del órgano de administración de las sociedades involucradas.

Dicho Proyecto deberá de contener los elementos mencionados anteriormente relativos a la creación de la nueva sociedad.

Si la Junta General aprueba por unanimidad el Proyecto de segregación, no será necesario realizar su publicación o depósito en el Registro Mercantil. Igualmente, no se exigirán los informes de los administradores o de un experto independiente cuando la decisión sobre la escisión cuente con el consenso de todos los socios. En este contexto, dado que Estrella Mercancías es el único accionista, su consentimiento será el único requerido, lo que permitirá acelerar el proceso de finalización de la operación, según lo establecido en los artículos 5.4 y 6.7 del RD 05/2023.

A pesar de que no se realice la publicación o depósito previo del Proyecto y otros documentos relevantes, esto no limitará los derechos de los representantes de los trabajadores a ser informados sobre la escisión y sus implicaciones laborales. Al formalizar los acuerdos de escisión ante notario, se debe declarar que esta información ha sido facilitada a los representantes de los trabajadores o, en su ausencia, directamente a los trabajadores.

El acuerdo para llevar a cabo la escisión debe ser tomado en la Junta General dentro de los seis meses siguientes a la fecha del proyecto de escisión, como lo indica el artículo 39.3 del RD 05/2023. Para efectuar la escisión, el acuerdo debe ser formalizado ante notario y luego registrado en el Registro Mercantil. Tras la inscripción del proceso en el registro de la sociedad que se escinde, el Registrador Mercantil procederá a inscribir la nueva entidad resultante, Estrella Marruecos Gestión de Puertos, S.L.U.

## **MOMENTO 2**

### **Fusión intragrupo por Estrella Gestión Puertos**

Estamos ante un tipo de fusión por absorción entre sociedades que son íntegramente participadas entre sí, tal y como se regula en el artículo 56 del RD 05/2023. Este artículo aplica las disposiciones mencionadas en el artículo 53.1 del mismo decreto.

La fusión se efectuará siguiendo un procedimiento simplificado, el cual omite la necesidad de cumplir con ciertos requisitos habituales.

El resto del procedimiento será similar al de la operación anterior, es decir, elevar a público ante notario el acuerdo de fusión e inscribirlo en el Registro Mercantil. En cuanto a los aspectos fiscales, se aplicará el régimen fiscal especial de la LIS, manteniendo las mismas alegaciones presentadas en la operación anterior ante el Ministerio de Hacienda.

Aunque se omitirán algunos requisitos, se mantendrá la obligación de preparar un informe dirigido a los trabajadores, el cual deberá ser redactado por los administradores de las entidades involucradas. La aprobación de la fusión por parte de la Junta General no será necesaria en este proceso, bastando con el consentimiento de los administradores de la empresa para proceder.

El desarrollo del procedimiento seguirá los pasos de operaciones previas, incluyendo la formalización del acuerdo de fusión ante notario y su registro en el Registro Mercantil. Respecto a los aspectos fiscales, se adoptará el régimen fiscal especial previsto en la Ley del Impuesto sobre Sociedades, reiterando los argumentos ya presentados en operaciones anteriores ante el Ministerio de Hacienda.

### 2.3 *Análisis del procedimiento judicial por Generali Seguros SA*

Que exista un procedimiento judicial abierto supone un gran problema para la persecución de la celebración del contrato.

De cara a aconsejar a nuestro cliente, aconsejaríamos la celebración de un contrato bajo la cláusula de "Escrow".

De acuerdo con el Tribunal Supremo (TS), entendemos este contrato en función de su sentencia de octubre de 2014<sup>6</sup>. *" Desde el análisis conceptual que debe realizarse en el contexto descrito, la delimitación básica o nuclear de la figura, conforme a su carácter instrumental y accesorio y a su función general de aseguramiento de la correcta ejecución de la relación negocial proyectada, reside, más bien, en la participación o servicio de una tercera persona, que suele denominarse «agente de escrow ‘, que sin ser parte o haber participado de la negociación y desarrollo reglamentario de la relación negocial, y con independencia de la nota de ajenidad respecto de las partes contratantes, resulta llamado por razón de la confianza otorgada*

---

<sup>6</sup> Sentencia de la Sala 1ª de 24 de octubre de 2014.

*(fiducia) para velar por los intereses de las partes en el buen fin de la relación comercial programada a través de la verificación del exacto o regular cumplimiento del contrato celebrado, o de algunas obligaciones derivadas del mismo".*

Mediante este acuerdo, el cliente procederá a transferir una fracción del importe acordado a una tercera entidad, seleccionada por consenso entre las partes, de tal modo que este monto se mantendrá como "variable" hasta la resolución final del litigio judicial en curso. Esto brindará al Cliente la oportunidad de asegurar que, tras acordar el precio, pueda recuperar una porción del mismo en el evento de que la decisión judicial resulte ser contraria a los intereses de la target.

En lo que respecta a la cuantificación del monto que se reservará conforme al contrato mencionado, sugerimos que, considerando que la vendedora se encuentra inmersa en un procedimiento sancionador iniciado por la CNMC y en un litigio judicial, se establezca dicho monto en un 20% del valor final de la transacción.

Es crucial tener en cuenta que, en caso de que el fallo judicial sea negativo para la vendedora, es altamente probable que esta deba hacer frente al abono de las costas judiciales, además de una suma de treinta y seis mil euros (36.000,00 €) más los intereses correspondientes. Dado que desconocemos en qué etapa procesal se halla el caso, estas cifras podrían sufrir modificaciones. Asimismo, el procedimiento judicial podría prolongarse más allá de la fecha prevista para la finalización de la operación. Por ende, se añadirá una cláusula de obligación (Covenant) que comprometa a la vendedora a satisfacer todos los gastos derivados del litigio en el supuesto de una resolución judicial desfavorable.

Se debería de nombrar a un grupo de abogados expertos en la materia de cara a asesorar en la formalización del contrato de Escrow a la par que a un procurador para dar notificaciones de las actuaciones procesales y plazos a los abogados. De cara a preparar el fallo de la sentencia no podemos dejar de lado una posible condena en costas. La misma, en caso de que se celebre el juicio, la tasación de costas derivada del presente procedimiento, de acuerdo con el Baremo Orientador de Honorarios Profesionales del Consejo Vasco de la Abogacía, sería la siguiente:



De acuerdo con el Criterio 100: *"Juicio ordinario por razón de la cuantía. Se aplicará la escala tipo sobre la cuantía del procedimiento, siendo aconsejable una cantidad no inferior a 935 euros"*.

La cuantía del procedimiento aumenta a un total de 36.000€, lo que supone que, atendiendo al criterio que va desde los 6.000,01€ a 30.000€ la cuantía será de 2.976€. Los 6.000€ faltantes se calcularán sobre el 6€, ascendiendo a un total de 360€.

Sumando el IVA, el total por costas ascendería a 4.036,56€.

A este importe tenemos que sumar los honorarios del procurador, los cuales se encuentran regulados en el artículo 2 del Real Decreto 434/2024 bajo el criterio de Procedimientos de cuantía determinada, atendiendo a la cuantía del procedimiento de 36.000,00 €, correspondería de honorarios del procurador la suma de 714,00 €.

Sumando estas cantidades, las costas podrían ascender a unos 4.750,56 €

#### 2.4 *Asesoramiento sobre compromiso de no competencia*

Un elemento subyacente crucial en la transacción de compraventa que reviste particular interés para el cliente es la base de clientes de la vendedora, por la cual se ha efectuado un pago. Para prevenir que la vendedora atraiga a dicha clientela post-venta, resulta imprescindible integrar una "cláusula de no competencia" dentro del acuerdo contractual. Este tipo de cláusulas juega un papel fundamental en los contratos de compraventa de negocios, dado que conllevan la transferencia de una base de clientes y comprometen a la parte vendedora a evitar cualquier acción que dificulte al comprador el acceso y control sobre la misma. En ausencia de un acuerdo, se considerarán incluidas (art. 1258 CC "*Los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, y desde entonces obligan, no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley*"). La duración de la cláusula de no competencia debe limitarse al tiempo estrictamente necesario para cumplir con los objetivos del contrato. Esto es particularmente relevante ya que acuerdos de no competencia de larga duración podrían ser interpretados como restricciones a la competencia, lo cual los haría nulos según lo establecido en el artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia (LDC). Por ende, es crucial definir un período para esta

cláusula que no infrinja las normas sobre competencia, teniendo en cuenta que la posición de mercado de la vendedora podría ser considerada dominante debido a sus derechos de operación en tres puertos en España y en Casablanca.

La finalidad de incluir esta cláusula es prevenir que la vendedora emplee su experiencia y conocimientos del sector para competir, ya sea directa o indirectamente, con el Cliente.

Por lo tanto, el pacto de no competencia tendrá una vigencia de cinco años y su ámbito geográfico se extenderá a toda la región del Mediterráneo. Esto implica que Estrella de Mar estará impedida de llevar a cabo actividades relacionadas con la gestión portuaria en la región del Mediterráneo durante los cinco años siguientes a la venta de este segmento de su negocio.

Este acuerdo de no competencia se encuentra regulados por la Ley del Contrato de Agencia<sup>7</sup> (en adelante, LCA). En el artículo 20 se establece que "*las partes podrán incluir una restricción o limitación de las actividades profesionales a desarrollar por el agente una vez extinguido dicho contrato.*" Además, siguiendo el mencionado artículo "*no podrá tener una duración superior a dos años a contar desde la extinción del contrato de agencia. Si el contrato de agencia se hubiere pactado por un tiempo menor, el pacto de limitación de la competencia no podrá tener una duración superior a un año*".

Aparte de límites temporales, el artículo siguiente de la misma ley establece un límite geográfico (art. 21) "*sólo podrá extenderse a la zona geográfica o a ésta y al grupo de personas confiados al agente y sólo podrá afectar a la clase de bienes o de servicios objeto de los actos u operaciones promovidos o concluidos por el agente*".

Como hemos mencionado, no existe una regulación específica para los pactos de no competencia en compraventa de empresas, por lo que, en la práctica, se recurre a la aplicación analógica de otras normativas. En este contexto, se suele tomar como referencia el límite del plazo de dos años previsto en el contrato de agencia mencionados anteriormente, o incluso un máximo de tres años<sup>8</sup>. Sin embargo, tanto la Comisión como el Tribunal de Justicia de la Unión Europea han aceptado la validez de plazos más largos, de hasta cinco o incluso diez años, siempre que existan motivos excepcionales que justifiquen esta extensión. A nivel nacional, la

---

<sup>7</sup> Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre el Contrato de Agencia.

<sup>8</sup> Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000 en el caso Clayton Dubilier & Rice/Italtel.

Audiencia Provincial de Barcelona validó una cláusula que imponía un plazo de no competencia de cinco años a los accionistas mayoritarios de la empresa vendida. La Audiencia justificó esta extensión al considerar que el tiempo era necesario para consolidar la clientela y las expectativas de negocio del comprador. Este razonamiento se basó en precedentes como el caso Foodservice-Mercat, donde se reconoció que la restricción temporal debe ajustarse a lo estrictamente necesario para proteger al comprador.

Además, la Audiencia Provincial de Barcelona<sup>9</sup> respaldó que la cláusula incluyera una prohibición amplia para los accionistas vendedores de realizar actividades en el mismo sector, ya sea de manera directa o indirecta, y a través de terceros vinculados. Esta amplitud geográfica se consideró proporcional en el contexto de la venta de toda la empresa, ya que el comprador adquirió no solo los activos, sino también el fondo de comercio y la clientela.

---

<sup>9</sup> Sentencia 164/2008 de la Audiencia Provincial de Barcelona.

### 3. **PARTE 2: Participación en OceanShip S.A.**

Después de que Atlas completara la adquisición de la división de gestión portuaria de Estrella Gestión Puertos, S.L.U., Estrella del Mar, S.A. se puso en contacto con nosotros para discutir una posible operación que implicaría la compra del 29,7% de OceanShip, S.A., una compañía con sede en Barcelona que se destaca en el transporte de mercancías en el Mediterráneo.

Aunque OceanShip es una empresa cotizada con varios accionistas, Estrella del Mar nos informó que uno de los accionistas, que posee un 3,5% de la empresa, es una sociedad patrimonial vinculada a la familia Machado. Esta familia tiene un control significativo sobre Estrella del Mar, poseyendo el 88% de su capital, y son además los principales patrocinadores de la transacción que nos proponen.

#### 3.1 Evaluación de la operación de compraventa y OPA obligatoria

Estrella del Mar ha planteado varias preguntas tras su consulta con nosotros. En primer lugar, desean saber si es factible llevar a cabo la adquisición sin tener que realizar una oferta pública de adquisición (OPA) obligatoria

- (a) Si esto no fuera viable, también quieren que se les informe sobre las condiciones bajo las cuales podría estructurarse la compraventa y el porcentaje involucrado;
- (b) Además, mencionan que el Consejo de OceanShip tiene planes de incorporar a sus sistemas un programa para poder recomprar acciones en un futuro cercano, que podría afectar hasta un 1% del capital en circulación, y están interesados en conocer las implicaciones de esta iniciativa para Estrella del Mar.

En relación con OceanShip, que es una sociedad anónima cotizada, es crucial considerar la normativa establecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) respecto a estas operaciones.

Primero, es importante definir qué es una OPA: se trata de un mecanismo regulado a través del cual una sociedad propone a los accionistas de una empresa cotizada la compra de sus acciones bajo un precio específico y bajo ciertas condiciones, con el objetivo de obtener una participación en dicha compañía. Estas herramientas están diseñadas para asegurar la

transparencia y protección del mercado, garantizando condiciones equitativas para todos los accionistas y evitando que los minoritarios sean perjudicados.

La CNMV regula este procedimiento, conforme a lo estipulado en la Ley 6/2023, de 17 de marzo, sobre los Mercados de Valores y Servicios de Inversión (LMVSI), así como en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, que establece el régimen de las OPAs. Según la LMVSI, generalmente surge la obligación de lanzar una OPA cuando se adquiere un control significativo en una sociedad cotizada, lo que ocurre al poseer al menos el 30% del capital social. El Capítulo V de esta ley, comenzando desde el artículo 108, regula las Ofertas Públicas de Adquisición. Por su parte, el RD 1066/2007 desarrolla lo dispuesto por la ley en relación a las OPAs en todos sus aspectos.

A la luz de lo expuesto y del caso específico, es importante primero aclarar cuándo se considera que existe una participación de control. Según lo establecido en el artículo 4.1.a) del Real Decreto 1066/2007, se define que esto ocurre cuando *“una persona física o jurídica [...], individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella [...], alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100”*.

A simple vista, el interés de Estrella del Mar por adquirir solo un 29.7% del capital social de la empresa no parecería exigir el lanzamiento de una Oferta Pública de Adquisición (OPA) obligatoria. No obstante, la situación se torna más compleja al observar que la sociedad patrimonial de la familia Machado detenta un 3.5% del capital de OceanShip y, además, tiene el control del 88% de Estrella del Mar. La complejidad surge de las interconexiones entre los Machado, OceanShip y Estrella del Mar, ya que, al ejercer control mayoritario sobre Estrella del Mar y ser considerados como sus patrocinadores, se podría inferir que han jugado un papel decisivo en la decisión de adquirir participaciones en OceanShip. Esta circunstancia podría llevar a la interpretación de que Estrella del Mar está actuando como una "persona interpuesta", tal como se describe en el artículo 5.1.d) del RD 1066/2007.

De acuerdo con la teoría mencionada, si Estrella del Mar concretara la adquisición de acciones, los derechos de voto de esta empresa y de la sociedad patrimonial de los Machado se sumarían, alcanzando un total del 33.2% de los derechos de voto. Esto podría dar lugar a una situación en

la que tanto la sociedad patrimonial como Estrella del Mar, al estar involucradas en el accionariado de OceanShip, realicen acciones coordinadas. Además, superarían el umbral legal que indica la existencia de una participación de control, lo que obligaría automáticamente a lanzar una OPA obligatoria conforme al artículo 3.3 del RD 1066/2007.

Ante esta situación, y con el objetivo de eludir la realización de una Oferta Pública de Adquisición (OPA), se presentan dos alternativas. La primera opción sería acogerse a las exenciones establecidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), las cuales permiten evitar la obligatoriedad de lanzar una OPA. Dentro del conjunto limitado de exenciones, la más relevante para este caso podría ser la descrita en el artículo 4.2 del RD 1066/2007. Según este artículo, para que la exención sea aplicable, se requeriría que existiera otro accionista con un porcentaje de derechos de voto igual o superior al de Estrella del Mar. La norma contempla que si otra persona o entidad posee un porcentaje de votos igual o mayor al del sujeto que estaría obligado a lanzar la OPA, podría beneficiarse de una dispensa. Esta posibilidad está sujeta a condiciones específicas, como que la entidad, en este caso Estrella del Mar, no disminuya su participación por debajo de la del accionista exento o que no nombre a más de la mitad de los miembros del Consejo de Administración.

Si lo anterior a priori, se cumpliera, el interesado deberá solicitar la dispensa, lo cual se notificaría a OceanShip, que tendría, a su vez, otros tres días para formular alegaciones. Hecho lo anterior, la CNMV tendría 10 días para comunicar su decisión. Sabiendo que las OPAs encuentran su utilidad, especialmente en la protección de los accionistas minoritarios, se debería intentar probar que en ningún caso la toma de control nace de una intención voluntaria, y que se el proceso se ha llevado a cabo de manera equitativa y transparente.

La segunda opción, que resulta más factible, permitiría a Estrella del Mar esquivar la necesidad de lanzar una Oferta Pública de Adquisición (OPA), ajustando el volumen de participaciones sociales que desea adquirir a la baja.

Analizando detenidamente las cifras, si tomamos en cuenta que la sociedad patrimonial de la familia Machado (que recordemos, son los principales accionistas de Estrella del Mar) posee un 3,5% del capital, y asumiendo que se considerará la existencia de una actuación concertada,

Estrella del Mar tendría la posibilidad de adquirir hasta un máximo del 26,4% del capital social. Ajustando la adquisición a este porcentaje, y sumando el 3,5% de los derechos de voto que ya poseen los Machado, el conjunto de Estrella del Mar y los Machado alcanzarían hasta un 29,9% de los derechos de voto. De esta manera, se evitaría superar el umbral del 30% establecido por el Real Decreto, que desencadenaría la obligación automática de lanzar una OPA.

Finalmente, respecto a la potencial implementación de un programa de recompra de acciones, este se ha convertido en uno de los métodos más populares entre las empresas para recompensar a sus accionistas en los últimos años. La estrategia consiste en que la compañía emite acciones al mercado, las recompra y luego las cancela. El atractivo de esta maniobra radica en que la recompra reduce el número de acciones de la empresa disponibles en el mercado, lo que, a su vez, puede incrementar el valor de las acciones restantes debido a su menor disponibilidad, reflejándose así en un precio más alto por acción y, consecuentemente, en un aumento en la participación proporcional de los accionistas. Este mecanismo no solo resulta ventajoso desde el punto de vista económico y corporativo para los accionistas, sino también desde la perspectiva tributaria, ya que el accionista no recibe un beneficio económico inmediato y, por tanto, no está sujeto a tributación en ese momento, a diferencia de lo que sucede con los dividendos.

Al aplicar este mecanismo al caso específico de OceanShip, el resultado sería generalmente positivo para el conjunto de sus accionistas, quienes verían un incremento en el valor de sus acciones. No obstante, de manera inversa, sus porcentajes de participación en el capital social de la empresa también se incrementarían proporcionalmente. Si se ejecuta un programa de recompra que abarque hasta un 1% del capital social circulante de la empresa, tanto la participación de la sociedad patrimonial como la de Estrella del Mar en el capital aumentarían proporcionalmente, ya que la cancelación de las acciones adquiridas mediante el programa resultaría en una reducción del capital social. En este escenario, el resultado directo sería que se superaría el umbral del 30% de derechos de voto, alcanzando así una participación de control según lo establecido en el artículo 3.3 del RD 1066/2007, posiblemente incluso sin necesidad de considerar también la participación de la sociedad patrimonial.

Sin embargo, en esta situación existe la posibilidad de que Estrella del Mar pueda evitar la obligación de lanzar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) de manera inmediata. El argumento central sería que el umbral legal del 30% se ha superado de forma pasiva, es decir, sin la intención explícita de adquirir el control de la empresa. Esta circunstancia se alinea con lo establecido en el artículo 7.2 del RD 1066/2007, que contempla que si un accionista alcanza el 30% o más de los derechos de voto como resultado de una reducción del capital social (vinculada en este caso al programa de recompra), no estará obligado a presentar una oferta pública. Esto es siempre y cuando, dentro de los tres meses posteriores a la reducción del capital, venda la cantidad de acciones necesaria para disminuir su porcentaje de derechos de voto por debajo del 30% estipulado, y durante ese tiempo, no ejerza los derechos de voto que superen dicho porcentaje. Aunque esta alternativa puede parecer atractiva, representa solamente una solución temporal y a corto plazo.

### 3.2 Análisis de fusión con OceanShip y control accionarial

Estrella del Mar ha indicado que los Consejos de Administración de ambas compañías podrían estar interesados en explorar una fusión en la que OceanShip absorba a Estrella del Mar. Sin embargo, es importante destacar que, debido al valor de las dos empresas, la familia Machado podría obtener el control de aproximadamente el 57% de la nueva entidad resultante de esta fusión. En este contexto, nos solicitan que evaluemos esta situación.

Como se ha mencionado, el artículo 7 del Real Decreto 1066/2007 establece que la legislación contempla ciertas situaciones en las que se puede estar exento de lanzar una OPA obligatoria. Sin embargo, hasta ahora hemos observado que estas exenciones son temporales y permiten evitar la OPA si, en un plazo de tres meses, se restablecen los niveles de participación de control sin superar el umbral fijado en el artículo 3 del mismo decreto. Es importante señalar que las exenciones parciales no son aplicables en casos de fusión. Por otro lado, el artículo 8 del RD 1066/2007 menciona exenciones completas, que podríamos considerar como dispensas. En el contexto actual, parece que los Consejos de Administración de ambas empresas están dispuestos a llevar a cabo una fusión en la que OceanShip absorba a Estrella del Mar. Dada la participación de la familia Machado en Estrella del Mar y su participación en OceanShip, tras la fusión, su



porcentaje de derechos de voto podría alcanzar un 57% dentro de OceanShip. Aunque esto podría activar la obligación según el artículo 3.1.c) del RD 1066/2007, también es posible considerar lo que establece el artículo 8.g) de la misma normativa.

Así pues, el artículo 8.g) reza: *“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 [...]”*.

De acuerdo con lo mencionado en el Real Decreto, la familia Machado podrían eludir la necesidad de realizar una OPA obligatoria, siempre que se cumplan ciertas condiciones.

La familia Machado podrían evitar el lanzamiento de una OPA en caso de que se lleve a cabo la fusión, a pesar de poseer un 57% de los derechos de voto de OceanShip, siempre que no hayan votado a favor del acuerdo de fusión en la Junta General y puedan justificar que la operación está sometida a un objetivo empresarial legítimo *“no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial”*.

Es esencial comunicar que, durante la Junta General en la que se votará el acuerdo de fusión, el representante de la sociedad patrimonial de la familia Machado deberá abstenerse de participar en la votación. Esto no debería representar un problema, dado que se entiende que ambas entidades están interesadas en la fusión, por lo que la abstención no debería ser un impedimento para el avance del proceso.

Para argumentar ante la CNMV que la intención detrás de la fusión no es adquirir el control de la compañía, dada la magnitud de Estrella del Mar, S.L., su posición en el mercado y su actividad en el mismo sector, debería ser factible demostrar que la fusión se fundamenta en motivos empresariales legítimos. El propósito de la fusión sería el crecimiento y la mejora del rendimiento de OceanShip, y esta justificación deberá ser presentada ante la CNMV para su evaluación.

En ambas Juntas Generales se deberá aprobar el acuerdo de fusión, siguiendo las mayorías requeridas por la Ley de Sociedades de Capital (LSC). De acuerdo con los artículos 160, 194 y 201 de la LSC, la Junta General se considerará válidamente constituida si, en la primera convocatoria, asisten accionistas que representen al menos el 50% del capital con derecho a voto, o el 25% en la segunda convocatoria. Los acuerdos se adoptarán por mayoría absoluta en la primera convocatoria y por una mayoría de dos tercios del capital presente o representado en la segunda, siempre que asista al menos el 25% del capital con derecho a voto.

Tras la aprobación de la fusión, será necesario justificar la equidad de la operación, sus motivos y su transparencia, considerando que la CNMV revisará estos aspectos para otorgar la dispensa. Se debe demostrar que el acuerdo de fusión se ha alcanzado protegiendo a los accionistas minoritarios y proporcionándoles suficiente información y tiempo para evaluar la operación.

Para mantener la equidad en la ecuación de canje, será imprescindible explicar cómo se ha determinado la relación de canje, asegurando su justicia para todos los accionistas implicados. En este sentido, se pueden argumentar varios puntos para justificar económicamente la operación, como las sinergias operativas que optimizarían recursos y reducirían costes, la expansión en el mercado gracias a la compartición de recursos y mercados, y el fortalecimiento financiero derivado del aumento de tamaño y recursos de la entidad fusionada.

Una vez cumplidos estos requisitos, se estarían siguiendo las disposiciones del Real Decreto 1066/2007. Esta documentación se presentará ante la CNMV, que tendrá un plazo máximo de 15 días desde la presentación de la solicitud para decidir si no es necesaria una OPA, eximiendo así a la sociedad de lanzarla.

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

La exigencia de efectuar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) obligatoria se detalla en el artículo 128 de la Ley del Mercado de Valores (LMV), el cual estipula que cualquier individuo o entidad que adquiera una participación significativa en una empresa cotizada, ya sea alcanzando o excediendo el 30% de los derechos de voto, está obligado a lanzar una OPA por el total del capital. En este contexto, la adquisición del 29,7% de OceanShip por parte de Estrella

del Mar no rebasa el límite del 30%, evitando así, inicialmente, la necesidad de realizar una OPA obligatoria.

No obstante, resulta crucial tener en cuenta la participación indirecta de la familia Machado, que actualmente detenta un 3,5% del capital de OceanShip. Al sumar esta cifra a la adquisición propuesta, el porcentaje total alcanzaría el 33,2%, superando el umbral del 30% y, en consecuencia, desencadenando la obligación de proceder con una OPA obligatoria.

Por lo tanto, si se determina que la transacción no puede llevarse a cabo sin la realización de una OPA obligatoria, será necesario abordar las siguientes estipulaciones para estructurar adecuadamente la operación de compra.

Como punto de partida, Estrella del Mar tendría que organizar y presentar una OPA por el 100% del capital de OceanShip, acatando las normativas prescritas tanto en la LMV como en el Real Decreto 1066/2007, que reglamenta las ofertas públicas de adquisición de valores. La oferta debe estipular un precio justo, el cual suele definirse como el precio más alto abonado por el oferente en los 12 meses previos a la oferta, de acuerdo con lo especificado en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007.

*" Las ofertas públicas de adquisición a que se refiere este Capítulo deberán efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.*

*2. A los efectos de la determinación del precio equitativo se incluirá el importe íntegro de la contraprestación que en cada caso haya pagado o acordado pagar el oferente o las personas que actúen en concierto con él."*

Por otra parte, y a efectos de publicidad, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) debe aprobar el folleto de la OPA, asegurando que se cumplan todas las condiciones legales y reglamentarias para poder lanzarla.

El Consejo de OceanShip tiene previsto lanzar un programa de recompra de acciones que podría afectar hasta un 1% del capital actualmente en circulación. Si este programa se aprueba y se

lleva a cabo antes de la adquisición, podría reducir el número total de acciones en circulación, aumentando así el porcentaje de participación de Estrella del Mar y la familia Machado en la sociedad.

### 3.3 Consideraciones sobre el pacto de accionistas y conflicto con la familia Azcona

- La familia Machado y la familia Azcona, titular del restante 12% en Estrella del Mar, firmaron un pacto de accionistas en 1987 que estipulaba que para la aprobación de cualquier modificación estructural sería necesario el voto a favor de la familia Azcona. Dicho pacto nunca ha sido modificado desde entonces, aún a pesar de las múltiples modificaciones de estatutos aprobadas por ambos accionistas hasta el día de hoy, ninguna de las cuales tratan la cuestión relativa a este derecho.

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

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

Los acuerdos entre accionistas o socios se fundamentan en dos principios legales de gran importancia, estos son la autonomía de la voluntad y la validez contractual. El principio de autonomía de la voluntad, se encuentra regulado en el famoso artículo 1255 del Código Civil (CC), éste permite que los socios establezcan entre ellos los acuerdos que deseen, siempre que no sean contrarios a las disposiciones legales, la moral y el orden público. Este principio es tan relevante que se ha incorporado en la Ley de Sociedades de Capital (LSC), en su artículo 28, que establece: “En la escritura y en los estatutos se podrán incluir, además, todos los pactos y condiciones que los socios fundadores juzguen conveniente establecer, siempre que no se opongan a las leyes ni contradigan los principios configuradores del tipo social elegido”. De otra manera, el principio de validez de los contratos indica que los acuerdos serán válidos cuando sean lícitos, contengan los elementos esenciales del contrato según el artículo 1261 del CC, y se establezcan garantías que les otorguen fuerza de ley, conforme al artículo 1091 del CC y en relación con el artículo 28 de la LSC.

Se debe de destacar lo importante que resulta dejar claro que los pactos de socios son oponibles únicamente a los socios que los han suscrito. No surgen efecto frente a la sociedad a menos que esta también los haya firmado.

En primer lugar, es importante reconocer que el pacto parasocial mencionado solo es aplicable a las partes que lo firmaron, es decir, a las familias Azcona y Machado. Además, cabe destacar que, a pesar de haber sido suscrito en 1985, dicho pacto sigue en vigor, al no existir ninguna modificación posterior o acuerdo que lo haya anulado. Por lo tanto, resulta esencial examinar en qué medida este pacto es realmente exigible, evaluando si podría entrar en conflicto con la legislación vigente o con los principios fundamentales que rigen las sociedades anónimas.

En este contexto, los Azcona buscan anular la fusión amparándose en el artículo 1091 del Código Civil, que dicta que "las obligaciones derivadas de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes y deben ser cumplidas según lo acordado". Argumentan que, al haber pactado que ninguna modificación estructural podría ser aprobada sin su consentimiento, los Machado han incumplido el pacto parasocial, infringiendo así el contrato. Esto les otorgaría el derecho a impugnar y reclamar responsabilidad, incluidos daños y perjuicios, según el artículo 1902 del Código Civil.

Existen dos interpretaciones posibles en este caso. La primera sostiene que, de acuerdo con la normativa legal, el pacto de accionistas es exigible y podría resultar en la anulación del acuerdo de fusión.

Sin embargo, desde una perspectiva opuesta, se podría argumentar que el pacto parasocial no es aplicable en este caso, dado que se estaría cuestionando una decisión adoptada por el órgano de gobierno supremo de la compañía. Esto se interpretaría como que el pacto, aunque debería ser exigible frente a los Machado, en realidad se estaría oponiendo a Estrella del Mar como entidad. Siguiendo este razonamiento, también sería pertinente analizar hasta qué punto la limitación a la toma de decisiones en la Junta General, especialmente en lo que respecta a cambios estructurales, contradice los principios básicos de las sociedades de capital, ya que el pacto podría ir en detrimento del interés social de la empresa, lo que podría llevar a su invalidez.

Conforme a estas dos perspectivas, hay jurisprudencia que respalda ambas posturas. No obstante, en defensa de la segunda interpretación, los acuerdos de la Junta General de Accionistas, de acuerdo con el artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), solo pueden ser impugnados si contravienen la ley, los estatutos sociales o si perjudican el interés social en favor de uno o varios socios en detrimento de otros. Esto implica que, aunque un pacto de accionistas pueda imponer restricciones o condiciones sobre cómo los socios firmantes ejercen ciertos derechos, las estipulaciones de estos acuerdos no pueden comprometer la validez de las decisiones tomadas legítimamente (según lo establecido por la LSC) en la Junta General.

Siguiendo lo anterior, en caso de incumplimiento del acuerdo de accionistas, cualquiera de las partes firmantes podría reclamar dicho incumplimiento ante los Tribunales, solicitando responsabilidad y, en este caso, daños y perjuicios. Sin embargo, esto no implicaría la anulación automática del acuerdo social, la cual debería realizarse conforme a las directrices establecidas en los artículos 204 y 207 de la Ley de Sociedades de Capital.

Cambiando de tema, en relación con el conflicto de interés alegado por la familia Azcona debido a que los Machado tienen un consejero dominical designado en OceanShip, esto se relaciona con el artículo 227 de la LSC, que se refiere al deber de lealtad de los administradores. Este artículo establece que los administradores deben “*desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad*”, de la cual se derivan varias obligaciones, entre las que destaca una en particular que nos concierne, recogida en el

artículo 228.c) de la LSC, que establece que el deber de lealtad obliga al administrador a “*c) Abstenerse de participar en la deliberación y votación de acuerdos o decisiones en las que él o una persona vinculada tenga un conflicto de intereses, directo o indirecto. Se excluirán de la anterior obligación de abstención los acuerdos o decisiones que le afecten en su condición de administrador, tales como su designación o revocación para cargos en el órgano de administración u otros de análogo significado*”.

Por lo tanto, el conflicto de interés podría resolverse siempre que el administrador designado por los Machado en la Junta General de OceanShip no haya votado a favor del acuerdo de fusión. Esto está directamente relacionado con los procedimientos para llevar a cabo la fusión sin necesidad de lanzar una OPA. Además, es crucial considerar que si el administrador no informara a OceanShip sobre el conflicto de intereses relacionado con la aprobación de la fusión y participara en la votación, votando a favor del acuerdo, podría ser considerado personalmente responsable y el acuerdo podría ser anulado. En tal caso, los Azcona podrían iniciar una acción de nulidad contra el acuerdo de fusión decidido en la Junta General de Estrella del Mar, argumentando que el administrador dominical de los Machado actuó en beneficio de los Machado.

Finalmente, en cuanto a la validez de la fusión, si la acción contra el acuerdo procediera, se presentarían dos escenarios diferentes dependiendo de si la fusión está inscrita o no. Es importante destacar que no se trata de impugnar el acuerdo de la Junta General según lo establecido en la LSC, sino de impugnar la propia fusión. Por lo tanto, seguiremos lo dispuesto en el Real Decreto-ley 5/2023<sup>10</sup>, o Ley de Modificaciones estructurales (LME)

Como basculo de la Ley de Sociedades de Capital y el Reglamento del Registro Mercantil (RRM), son especialmente relevantes los artículos 50 y 51 de la LME, que tratan sobre la escritura pública de fusión y su inscripción. Estos preceptos establecen que las sociedades que se fusionan deben elevar el acuerdo de fusión a escritura pública ante Notario. En dicha escritura se debe incluir el balance de fusión o el informe financiero semestral (solo para las sociedades

---

<sup>10</sup> Real Decreto-ley 5/2023, que adopta y prorroga medidas para responder a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, apoya la reconstrucción de la isla de La Palma y otras situaciones de vulnerabilidad, y transpone Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y profesional de los progenitores y cuidadores, así como la ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea

cotizadas). En el caso de una fusión por absorción, como en nuestro caso, la escritura también debe contener las modificaciones acordadas por la sociedad absorbente debido a la fusión, así como el número, clase y serie de las acciones, participaciones o cuotas que se asignarán a cada uno de los nuevos socios. Una vez realizado esto, se debe proceder a la inscripción en el Registro Mercantil, momento en el cual la modificación adquiere plena eficacia, considerándose la fecha de inscripción como la del asiento de presentación (según el artículo 55 del Reglamento del Registro Mercantil).

Considerando lo anterior, y en relación con la validez y la posibilidad de impugnación, debemos distinguir dos escenarios opuestos que conducen a resultados muy diferentes.

Si la fusión aún no estuviera registrada, los Azcona encontrarían un camino más directo para cuestionarla y potencialmente anularla, ya que la efectividad de la operación depende de su inscripción. En este marco, los Azcona podrían objetar la resolución de la Junta General de proceder con el cambio estructural, amparándose en el artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), que detalla los acuerdos sociales susceptibles de impugnación. La base de su impugnación podría ser que el acuerdo de fusión contraviene la ley, los estatutos o daña el interés social favoreciendo a ciertos socios. Es probable que se apoyen principalmente en este último punto, argumentando un posible conflicto de intereses debido a la vinculación de los Machado con OceanShip. No obstante, si se evidenciara que la fusión favorece el interés general de la compañía, el argumento de conflicto de intereses podría debilitarse.

En la Asamblea General de OceanShip, el consejero designado por los Azcona podría abstenerse de apoyar la fusión, evidenciando su independencia y disipando la noción de que está influenciado por los Machado. Los Azcona dispondrían de un año desde la fecha en que se tomó la decisión para iniciar una acción de impugnación, después del cual el derecho a impugnar expiraría. Mientras la fusión no se registre, no tendría efecto legal ni sería oponible, permitiendo a los Azcona buscar su anulación a través del procedimiento de impugnación de acuerdos establecido en la LSC. El éxito de esta estrategia dependería de la solidez de sus argumentos respecto al daño al interés social, la existencia de conflictos de intereses y la potencial prevalencia indebida de los Machado.

En el extremo opuesto, si la fusión se hubiera elevado a escritura pública e inscrito en el Registro Mercantil conforme a las normas, su anulación sería prácticamente imposible. Esto se



debe a la complejidad y las numerosas implicaciones de las modificaciones estructurales, que afectan a muchos sujetos y requieren un alto nivel de seguridad jurídica. El principio de legitimación registral y la validez de los actos inscritos, fundamentales para nuestro sistema de seguridad jurídica y económica, aseguran la validez de los actos inscritos para evitar inseguridad e incertidumbre jurídica. Según el Reglamento del Registro Mercantil, los actos inscritos se presumen válidos y exactos.

Dado esto, parece difícil que una acción legal de los Azcona prospere. Además, el propio Real Decreto-ley no prevé la nulidad de una fusión ya inscrita, permitiendo solo la impugnación de acuerdos sociales según la LSC. Aunque el RD-Ley eliminó preceptos como el artículo 47 de la Ley de Modificaciones Estructurales, que impedía impugnar fusiones inscritas conforme a la ley, la nueva norma no contempla la nulidad de operaciones ya inscritas. En su lugar, protege a los socios minoritarios permitiéndoles ejercer su derecho de separación o enajenación de sus acciones/participaciones si no están de acuerdo con el destino de la sociedad.

Por lo tanto, aunque un litigio ante los Juzgados sería difícil de resolver, los Azcona podrían ejercer su derecho de separación y luego emprender acciones legales contra los Machado por incumplir el acuerdo de socios y reclamar daños y perjuicios. Sin embargo, sería imposible exigir el cumplimiento del acuerdo porque iría en contra de la sociedad, que no está vinculada al acuerdo de socios. La familia Azcona debió de haber previsto esta posibilidad, aunque podrían acordar diferentes modos de indemnización más allá.

#### **4. PARTE 3: Implementación de un Esquema de Scrip Dividend**

##### *4.1 Consideraciones generales*

El Consejo de Administración de la nueva sociedad creada por el acuerdo de fusión entre Estrella del Mar, S.A. y OceanShip, S.A. está considerando nuevas formas de retribuir a los accionistas, es decir, de distribuir dividendos, para poder así ofrecer condiciones atractivas a posibles nuevos socios capitalistas con objetivos de convertirse en parte del nuevo accionariado de la sociedad. Por ello, están evaluando la implementación de un sistema de scrip dividend, también conocido como “dividendos electivos”, en el que cada accionista pueda elegir entre recibir un dividendo en efectivo o en acciones por un valor equivalente.

Analizando el artículo 93 a) de la LSC entendemos que, corresponde al socio el derecho de “participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación”. El programa de scrip dividends que se pretende implementar tiene como objetivo principal cumplir con los derechos económicos de los socios, incentivo atractivo para atraer nuevos socios.

De forma general, el reparto de dividendos usualmente se hace a través del pago en efectivo, que se realiza en el momento determinado por la junta general, según lo establecido en el artículo 276 de la Ley de Sociedades de Capital, que reza lo siguiente " *En el acuerdo de distribución de dividendos determinará la junta general el momento y la forma del pago.*

*A falta de determinación sobre esos particulares, el dividendo será pagadero en el domicilio social a partir del día siguiente al del acuerdo.*

*El plazo máximo para el abono completo de los dividendos será de doce meses a partir de la fecha del acuerdo de la junta general para su distribución".*

No obstante, desde hace tiempo se permite la opción de pagar en especie, siempre que esté previsto en los estatutos o se cuente con el consentimiento unánime de todos los accionistas. Si no está estipulado en los estatutos, debe acordarse por unanimidad.

De acuerdo con la manera de entender según el catedrático de Derecho Mercantil por la Universidad Autónoma de Madrid, Jesús Alfaro, en su artículo “Dividendos en especie” publicado en la revista Almacén de Derecho,<sup>11</sup> el dividendo se considera legalmente como un crédito que, por defecto, se paga en dinero. Esto se basa en la presunción de que los inversionistas en sociedades de capitales esperan recibir sus dividendos en efectivo. Sin embargo, los socios pueden acordar, ya sea de manera unánime o a través de una cláusula en los estatutos aprobada por mayoría, que la junta pueda decidir pagar los dividendos en especie, es decir, en una forma distinta al dinero.

En términos generales, un sistema que permita a los accionistas elegir entre recibir dividendos en efectivo, en acciones emitidas por la sociedad, o una combinación de ambos, puede ofrecer varios beneficios a la empresa<sup>12</sup>. Estos beneficios se resumen brevemente a continuación, sin perjuicio de un análisis más detallado en el desarrollo de la cuestión planteada.

Por consiguiente, es el Consejo el que debe considerar la condición de que los dividendos tienen una naturaleza monetaria. Para implementar un sistema que permita el pago de dividendos de otra manera, será necesario contar con la mayoría, o la totalidad, de los accionistas.

En primer lugar, este método permite a la sociedad mantener liquidez, lo cual es claramente beneficioso cuando se busca financiar proyectos de crecimiento tras la fusión de ambas empresas.

En segundo lugar, es una opción atractiva para atraer a grandes accionistas institucionales, ya que resulta muy interesante para los inversores a largo plazo cuyo objetivo es aumentar gradualmente su participación en la sociedad sin necesidad de retirar los dividendos en

---

<sup>11</sup> "el dividendo está configurado legalmente como un crédito naturalmente dinerario. Es decir, salvo que se pacte otra cosa, el socio de una sociedad de capitales tiene derecho a que el dividendo aprobado por la junta se le pague en dinero, pero no porque se trate de un crédito estructuralmente dinerario, sino porque ésa es la voluntad presunta de los contratantes que invierten en una sociedad de capitales (art. 1258 CC) cuando uno compra acciones o participaciones parte de la base de que los dividendos serán en dinero) de modo que los socios pueden acordar (unánimemente) o pueden incluir una cláusula estatutaria (por mayoría) en la que se prevea la posibilidad de que la junta acuerde que el pago de los dividendo se haga en especie, esto es, en forma distinta a dinero”.

<sup>12</sup> Blanco, M.I. (2012). Los dividendos electivos o scrip dividends. Revista de derecho mercantil, (284),p.1.)

efectivo.

También es importante señalar, como indica Jesús Alfaro en el artículo mencionado anteriormente, que *“cuando las acciones ofrecidas a los socios como dividendo electivo no provienen de la autocartera, la utilización de esta modalidad exige que la sociedad apruebe un aumento de capital social con cargo al derecho al dividendo que corresponda a cada accionista”*. En consecuencia, se consigue una ampliación de capital liberada mediante la emisión de nuevas acciones. Estas acciones, que se otorgan en forma de dividendos "electivos", no forman parte del patrimonio social existente, sino que se generan específicamente a través de un aumento de capital que se financia con reservas o beneficios acumulados.

En general, esto se traduce en un aumento de capital liberado según el artículo 303 de la LSC, que establece lo siguiente:

De conformidad con lo establecido en el Artículo 303. *"Aumento con cargo a reservas.*

*1. Cuando el aumento del capital se haga con cargo a reservas, podrán utilizarse para tal fin las reservas disponibles, las reservas por prima de asunción de participaciones sociales o de emisión de acciones y la reserva legal en su totalidad, si la sociedad fuera de responsabilidad limitada, o en la parte que exceda del diez por ciento del capital ya aumentado, si la sociedad fuera anónima.*

*2. A la operación deberá servir de base un balance aprobado por la junta general referido a una fecha comprendida dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo de aumento del capital, verificado por el auditor de cuentas de la sociedad, o por un auditor nombrado por el Registro Mercantil a solicitud de los administradores, si la sociedad no estuviera obligada a verificación contable."*

Para concluir esta explicación inicial, nos referimos a lo que ha dicho el profesor Miguel Iribarren<sup>13</sup>, en uno de sus artículos a cerca de los scrip dividends. Dicha figura, también conocida como dividendo flexible o dividendo de elección *“permite conjugar mejor los*

---

<sup>13</sup> Artículo "Scrip dividends y usufructo de acciones"

intereses de la sociedad y de los socios, ofreciendo una solución al tradicional conflicto entre el interés de la sociedad de retener los beneficios y el de los socios en percibir dividendos”.

#### 4.2 *Programa de implementación y ejecución de scrip dividend.*

Siguiendo lo que se ha mencionado previamente, la implementación y ejecución de un dividendo opcional varía considerablemente en comparación con el método convencional de reparto de dividendos en efectivo, dado que requiere llevar a cabo un procedimiento de ampliación de capital utilizando las reservas.

Este proceso constituye una verdadera operación de incremento de capital sin costo, mediante la cual se generan acciones nuevas. La compañía comprará de aquellos socios que así lo elijan los derechos de suscripción que correspondan a las acciones que tengan antes de la distribución.

Por otra parte, los socios que opten por recibir los dividendos en forma de efectivo tendrán la posibilidad de vender sus derechos de suscripción a la empresa, que a cambio les proporcionará el dinero acordado. Adicionalmente, el accionista posee la alternativa de comercializar estos derechos en el mercado abierto para obtener liquidez. El accionista tiene la libertad de combinar estas tres opciones, por ejemplo, empleando algunos derechos de suscripción para adquirir nuevas acciones y comercializando el resto en el mercado. Como se ha indicado anteriormente, este mecanismo brinda una amplia flexibilidad al accionista, ofreciéndole la capacidad de administrar los rendimientos de sus acciones de la forma que más convenga a sus necesidades.

Para determinar la legislación aplicable y el *modus operandi*, debemos de tener en cuenta que el reparto de dividendos a través de los scrip dividend combina dos regímenes regulados en la Ley de Sociedades de Capital: el de distribución de dividendos y el de ampliación de capital liberada.

Desde una primera aproximación, para atender a la distribución de dividendos debemos analizar los artículos 273 y siguientes de la LSC. El articulado, en su apartado segundo establece que: *“Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, sólo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social. A*

*estos efectos, los beneficios imputados directamente al patrimonio neto no podrán ser objeto de distribución, directa ni indirecta”.*

De esta manera, sobre la distribución de dividendos, se establece que *“en la sociedad anónima la distribución de dividendos a las acciones ordinarias se realizará en proporción al capital que hubieran desembolsado.”*

En cuanto al momento y la forma de pago, se establece lo siguiente:

- “1. En el acuerdo de distribución de dividendos determinará la junta general el momento y la forma del pago.*
- 2. A falta de determinación sobre esos particulares, el dividendo será pagadero en el domicilio social a partir del día siguiente al del acuerdo.*
- 3. El plazo máximo para el abono completo de los dividendos será de doce meses a partir de la fecha del acuerdo de la junta general para su distribución”.*

Para abordar la regulación del reparto de dividendos, es esencial revisar los artículos 303 y siguientes de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), que tratan sobre la ampliación de capital liberada. Esta interrelación normativa requiere que las operaciones mantengan sus características distintivas, permitiendo que formen parte de un único procedimiento.

En cuanto al reparto de dividendos, el artículo 160 de la LSC establece que la Junta General de Accionistas debe aprobar la propuesta de aplicación presentada por los administradores, dentro de un plazo máximo de tres meses desde el cierre del ejercicio.

Para aprobar la distribución de dividendos, se requiere la mayoría simple de los votos de los accionistas presentes o representados en la Junta, según lo estipulado en el artículo 201 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC). Este artículo establece que en las sociedades anónimas, los acuerdos sociales se adoptan por mayoría simple de los votos de los accionistas presentes o representados, considerándose aprobado un acuerdo cuando obtiene más votos a favor que en contra del capital presente o representado. En el caso de la ampliación de capital, la Junta debe aprobar la propuesta formulada por el consejo de administración, y los administradores son los encargados de ejecutar los acuerdos alcanzados.

No obstante, para aprobar el aumento de capital, hace falta el quorum y mayoría reforzados pertinentes, en virtud de los artículos 194 y 201.2 de la LSC. Este último establece que “para la adopción de los acuerdos a que se refiere el artículo 194, si el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta. Sin embargo, se requerirá el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento”.

De acuerdo con este contexto, es posible que los administradores tengan la función delegada de determinar la fecha para la ejecución del acuerdo de aumento de capital social y establecer la cifra del aumento, especificando los criterios no previstos en el acuerdo. Por lo tanto, la Junta General de Accionistas establece los criterios y bases de cálculo, pero puede delegar estas funciones en los administradores<sup>14</sup>.

En cuanto a la forma en que los accionistas pueden expresar su voluntad y comunicar su preferencia, lo habitual es que lo hagan mediante una declaración de voluntad a la sociedad, generalmente a través de un formulario, una vez acordado el aumento de capital.

No obstante, si se agota el tiempo establecido y algún accionista no ha manifestado su decisión, este perderá la oportunidad de seleccionar la modalidad de sus dividendos, aunque conservará los derechos de suscripción para involucrarse en el incremento de capital. Así, se asume que el accionista prefiere adquirir nuevas acciones. Sin embargo, esto no excluye la posibilidad de que el accionista, en tal circunstancia, pueda obtener dinero en efectivo, dado que más adelante tiene la opción de comercializar en el mercado las acciones obtenidas a través del aumento de capital.

Asimismo, “el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad”, no obstante, de conformidad con el sistema de scrip dividend no hay

---

<sup>14</sup> García Calibano, MP (2007). La remuneración del accionista mediante el scrip dividend, p.27.

impedimento para que los accionistas ejerzan su derecho legalmente reconocido de recibir dividendos en forma de dinero en efectivo. En ningún momento quedan ni pueden ser privados de este derecho reconocido legalmente.

Esta forma de compensación surge como resultado directo de la transformación de los mercados y las empresas. Frecuentemente, estas últimas no están en posición de disminuir su liquidez, por lo cual esta alternativa se ofrece como una vía para continuar su expansión. Asimismo, es una opción atractiva para los accionistas, quienes prefieren adquirir nuevas acciones con el fin de prevenir la disminución proporcional de su participación en la empresa.



## **5. Conclusiones**

De cara a presentar las conclusiones del caso, procederemos en función de las partes en las que se divide el trabajo.

A través de la primera parte, hemos visto que la práctica de reparto de mercado constituye una infracción tanto a nivel europeo (artículo 101 TFUE) como nacional (artículo 1 LDC), siendo considerada una infracción muy grave que puede dar lugar a procedimientos sancionadores por parte de la CNMC.

Las empresas infractoras pueden enfrentarse a multas significativas, responsabilidad de los administradores, y la imposición de remedios para restablecer la competencia. Estas consecuencias afectan directamente a las negociaciones contractuales y pueden ser mitigadas mediante la solicitud de una transacción para reducir la sanción y acelerar el procedimiento sancionador.

Es crucial incluir cláusulas de Manifestaciones y Garantías (R&W) para mitigar riesgos asociados a la infracción de competencia, así como considerar la contratación de una póliza de seguro de R&W. También se recomienda establecer un mecanismo de "basket" para gestionar contingencias y obligaciones específicas (Covenants) relacionadas con procedimientos sancionadores.

Además, hemos abogado por proponer una reorganización societaria mediante segregación y escisión de ciertas actividades y su posterior consolidación bajo el control de la target, sujeta a autorizaciones administrativas. Por otra parte, hemos recomendado incluir una cláusula de no competencia de cinco años de duración y alcance geográfico en la región del Mediterráneo para proteger al comprador de la competencia directa o indirecta por parte del vendedor, basándose en prácticas aceptadas y precedentes judiciales que validan restricciones de este tipo.

En la segunda parte, Después de que Atlas completara la adquisición de la división de gestión portuaria de Estrella Gestión Puertos, S.L.U., Estrella del Mar, S.A. se puso en contacto con nosotros para discutir una posible operación que implicaría la compra del 29,7% de OceanShip, S.A., una compañía con sede en Barcelona que se destaca en el transporte de mercancías en el Mediterráneo. Aunque OceanShip es una empresa cotizada con varios accionistas, Estrella del

Mar nos informó que uno de los accionistas, que posee un 3,5% de la empresa, es una sociedad patrimonial vinculada a la familia Machado. Esta familia tiene un control significativo sobre Estrella del Mar, poseyendo el 88% de su capital, y son además los principales patrocinadores de la transacción que nos proponen.

La situación es bastante delicada y compleja. Puesto que Estrella del Mar está considerando una jugada bastante estratégica al querer adquirir un porcentaje significativo de OceanShip. Pero, como suele suceder en estos casos, hay varios aspectos legales y regulaciones que deben tenerse en cuenta para evitar cualquier tipo de complicación, especialmente cuando se trata de una empresa cotizada como OceanShip.

La clave aquí es la posible necesidad de lanzar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) obligatoria, algo que Estrella del Mar preferiría evitar. La normativa es clara al respecto: si se adquiere un control significativo en una sociedad cotizada, lo que generalmente ocurre al poseer al menos el 30% del capital social, se dispara la obligación de lanzar una OPA. Pero con la participación indirecta de la familia Machado, la situación se complica aún más.

Por un lado, parece que Estrella del Mar está justo en el límite para no tener que lanzar una OPA, pero al sumar la participación de la sociedad patrimonial de los Machado, superarían ese umbral. Esto podría interpretarse como que Estrella del Mar y la sociedad patrimonial actúan en concierto, lo que definitivamente requeriría una OPA.

Ahora, si Estrella del Mar realmente quiere evitar la OPA, tendría que considerar reducir el porcentaje de participaciones sociales que pretende adquirir. Es un poco como caminar por la cuerda floja. Tienen que ser muy cuidadosos con cómo estructuran esta adquisición para no activar accidentalmente la obligación de lanzar una OPA.

Por otro lado, el programa de recompra de acciones de OceanShip añade otra capa de complejidad al asunto. Este tipo de programas pueden ser beneficiosos para los accionistas, pero también podrían afectar la participación de Estrella del Mar y la familia Machado en OceanShip, especialmente si se lleva a cabo antes de la adquisición.

En cuanto a la posible fusión con OceanShip, parece que hay un camino para que la familia Machado evite lanzar una OPA, siempre y cuando puedan justificar que la fusión tiene un objetivo empresarial legítimo y no simplemente la toma de control. Pero, como siempre, el

diablo está en los detalles, y tendrán que navegar cuidadosamente por las regulaciones y asegurarse de que todo esté en orden para evitar cualquier complicación legal.

Y luego está el asunto del pacto de accionistas con la familia Azcona. Ese es un tema espinoso, especialmente si la familia Azcona decide tomar acciones legales contra la fusión. Definitivamente, Estrella del Mar y la familia Machado tienen que considerar cuidadosamente sus próximos pasos y asegurarse de que están cumpliendo con todos los acuerdos y regulaciones pertinentes.

Finalmente, en la tercera y última parte hemos analizado el modelo de implementación de Scrip Dividends, ya que la fusión entre Estrella del Mar, S.A. y OceanShip, S.A. ha puesto sobre la mesa una interesante propuesta para retribuir a sus accionistas. Esto es bastante innovador y, desde luego, una forma atractiva de mantener a los accionistas contentos y atraer a nuevos inversores institucionales. La idea de poder elegir entre recibir un dividendo en efectivo o en acciones por un valor equivalente suena bastante atractiva.

La Ley de Sociedades de Capital nos da una base sobre el derecho de los socios a participar en las ganancias sociales, lo cual es fundamental. Pero aquí es donde las cosas se ponen interesantes: el scrip dividend no tiene una regulación normativa específica y ha evolucionado a través de la práctica. Esto significa que hay cierta flexibilidad en cómo se puede implementar, siempre que se respeten los principios básicos de los derechos de los accionistas.

El pago de dividendos en efectivo es lo tradicional, pero la opción de pagar en especie, aunque menos común, es totalmente viable siempre que se tenga el consentimiento de los accionistas o esté previsto en los estatutos. Esto último es crucial porque representa una desviación del estándar de "esperar recibir dividendos en efectivo". En otras palabras, si los accionistas están a bordo, la junta puede decidir ir por un camino diferente.

Ahora, veamos los beneficios de este sistema. Primero, ayuda a la sociedad a mantener su liquidez, lo cual es oro puro, especialmente después de una fusión donde el crecimiento y la expansión son clave. Además, para los accionistas institucionales que miran a largo plazo, esta es una forma atractiva de aumentar su participación en la empresa sin sacar el dinero de sus bolsillos. Y desde el punto de vista de la empresa, emitir nuevas acciones para "pagar" los

dividendos es una forma inteligente de ajustar el apalancamiento financiero y mantener la flexibilidad.

Pero, ¿cómo se implementa esto sin pisar los derechos de ningún accionista? Bueno, parece que estamos hablando de una ampliación de capital liberada, donde se crean nuevas acciones específicamente para este propósito. Lo interesante es que estas acciones no vienen de la autocartera sino que se generan a través de un aumento de capital con cargo a reservas o beneficios.

El proceso es bastante directo: los accionistas que elijan recibir sus dividendos en acciones obtendrán nuevos títulos, mientras que aquellos que prefieran el efectivo pueden vender sus derechos de asignación a la sociedad. Además, hay espacio para la flexibilidad, ya que los accionistas pueden combinar ambas opciones según lo que mejor se adapte a sus necesidades.

Para que todo esto funcione, es crucial que la junta general apruebe la propuesta y que los administradores ejecuten los acuerdos alcanzados. Es un delicado acto de equilibrio que requiere transparencia y comunicación clara con los accionistas para asegurarse de que todos estén a bordo y comprendan lo que está en juego.