



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**“ESTRELLA DEL MAR, S.A.”**

Trabajo Fin de Máster

Especialidad en Derecho de la Empresa

Autor: Alfonso Cornet Cabestré

Máster Universitario en Acceso a la Abogacía y la Procura y

Máster Universitario en Derecho de la Empresa

Tutor: Irene Lorenzo Rego

Madrid

Diciembre 2024



# ÍNDICE

<b>I. EXPOSICIÓN DEL CASO.....</b>	<b>4</b>
<b>II. ADQUISICIÓN POR ATLAS CAPITAL.....</b>	<b>5</b>
2.1. PROCEDIMIENTO SANCIONADOR DE LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA. ....	5
2.2. PROPUESTA DE REORGANIZACIÓN SOCIETARIA. ....	12
2.3. PROCEDIMIENTO JUDICIAL CONTRA GENERALI SEGUROS, S.A.....	15
2.4. SOBRE EL COMPROMISO DE NO COMPETENCIA.....	19
<b>III. ADQUISICIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DE OCEANSHIP, S.A.....</b>	<b>21</b>
3.1. ARTICULACIÓN DE LA OPERACIÓN DE COMPRAVENTA SIN OBLIGACIÓN DE REALIZAR UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA). ....	21
3.2. CONDICIONES Y PORCENTAJES DE LA COMPRAVENTA .....	23
3.3. SOBRE LA RECOMPRA DE LAS ACCIONES POR PARTE DEL CONSEJO DE OCEANSHIP, S.A. ....	24
3.4. ARTICULACIÓN DE LA OPERACIÓN DE FUSIÓN DE TAL FORMA QUE LA FAMILIA MACHADO NO TENGA QUE LANZAR UNA OPA OBLIGATORIA.....	25
3.5. CALENDARIO Y PRINCIPALES PASOS PARA REALIZAR LA INTEGRACIÓN.....	27
A) <i>Elaboración del acuerdo de fusión</i> .....	28
B) <i>Aprobación del acuerdo de fusión</i> .....	31
C) <i>Ejecución de la fusión</i> .....	32
3.6. EL PACTO PARASOCIAL DE LA FAMILIA MACHADO Y LA FAMILIA AZCONA.....	33
<b>IV. IMPLEMENTACIÓN DE UN ESQUEMA DE SCRIP DIVIDEND.....</b>	<b>36</b>
4.1. CARACTERÍSTICAS DEL SCRIP DIVIDEND. ....	37
4.2. APLICACIÓN PRÁCTICA DEL SCRIPT DIVIDEND.....	38
4.3. FINALIDAD Y FUNCIONAMIENTO DEL AUMENTO DE CAPITAL.....	39
4.4. CALENDARIO DEL SCRIP DIVIDEND.....	39
4.5. NÚMERO Y NATURALEZA DE LAS ACCIONES A EMITIR. ....	40

## **I. EXPOSICIÓN DEL CASO.**

El presente informe tiene como finalidad dar respuestas a las solicitudes de asesoramiento realizadas por nuestros clientes respecto a tres operaciones claramente diferenciadas.

Respecto a la primera operación, el fondo de inversión Atlas Capital (en adelante “Atlas Capital”), ha planteado a este despacho que está valorando acometer la adquisición de la división de gestión portuaria perteneciente a la mercantil Estrella del Mar, S.A. (en adelante, “Estrella del Mar” o “vendedor”). El cliente ha solicitado que el análisis se centre fundamentalmente en los siguientes extremos:

- Realizar una evaluación de riesgos y blindajes contractuales relacionados con el procedimiento sancionador abierto contra la Target por la Comisión Nacional de Mercados y la Competencia.
- Acometer una reorganización societaria que permita concentrar todos los activos relacionados con la gestión portuaria bajo Estrella del Mar Gestión Puertos, S.LU, asegurando que sea la entidad objeto de compraventa.
- Analizar el impacto que pudiera tener a la operación la existencia de un procedimiento judicial abierto iniciado por la compañía de seguros Generali Seguros, S.A.
- Examinar la viabilidad de imponer al vendedor una cláusula de no competencia con una extensión de cinco años y una extensión geográfica que abarque toda la región del mediterráneo.

La segunda operación objeto de análisis es la adquisición, esta vez por parte de Estrella del Mar, del 29,7% de las participaciones de la sociedad cotizada Oceanship S.A (en adelante, “Oceanship”. A continuación, se presentan los aspectos claves que ha sido objeto de análisis:

- Analizar si, de acuerdo con la normativa vigente en materia de Ofertas Pública de Adquisición, la adquisición planteada obliga a lanzar una OPA obligatoria.

- Estudiar la viabilidad de una posible fusión por absorción de ambas sociedades, teniendo en cuenta los aspectos concretos de la operación.
- El impacto que tendría en la mencionada fusión la existencia de un pacto parasocial omnilateral entre la Familia Machado y la Familia Azcona.

Finalmente, el Consejo de Administración de ambas sociedades nos han solicitado asesoramiento para la elaboración de una guía que contemple los pasos necesarios para la implementación de un sistema de retribución flexible a los accionistas, cuyo objetivo principal es captar la atención de inversores institucionales.

## **II. ADQUISICIÓN POR ATLAS CAPITAL.**

### **2.1. Procedimiento sancionador de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.**

En vista de la apertura de un procedimiento sancionador por parte de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (en adelante “CNMC”), contra Estrella del Mar, considero oportuno analizar el procedimiento en cuestión centrando el análisis en los siguientes extremos:

En primer lugar, en el estudio de la metodología que emplea este organismo para el cálculo de sus sanciones y su evolución con el paso del tiempo. Y, en segundo lugar, aplicar dicho estudio a la práctica con el caso de Estrella del Mar y determinar a qué cantidades se podría estar enfrentando como consecuencia de sus conductas anticompetitivas.

La metodología seguida por la Comisión Nacional de Competencia hasta octubre de 2013, como, posteriormente, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), era la acordada por este organismo a través de su Comunicación del 06 de febrero de 2009. Y esta, a su vez, era prácticamente idéntica a la ya fijada previamente por la Comisión Europea con la Directiva 01/2003<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Reglamento (CE) no 1/2003 del consejo de 16 de diciembre de 2002 relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los artículos 81 y 82 del tratado

La mencionada comunicación descomponía la imposición de las sanciones en tres etapas. Una primera etapa que se corresponde con la determinación de lo que se conoce como el importe básico de la sanción, que consiste en un porcentaje sobre el volumen de ventas afectado por la infracción, calculado siguiendo los criterios de graduación previstos en las letras a) y e) del artículo 64 de la Ley 5/2007, de 3 de julio de Defensa de la Competencia (en adelante, “LDC”).

Dicho importe se situaba entre la horquilla del 10 y el 30 por ciento del volumen de ventas afectados por la infracción teniendo en cuenta la gravedad y duración de la misma, así como de los demás criterios tenidos en cuenta para la determinación de su importe según lo previsto en el artículo 64.1 LDC.

Una segunda etapa que, en función de las circunstancias concretas de cada caso, aumentaban o reducían el importe básico fijado en la primera etapa entre un 5% y un 15%. Dependiendo de si en el caso en cuestión concurrían circunstancias agravantes o modificantes que justificaran su modificación.

Y, finalmente, una tercera etapa que consistía en que el importe final de la sanción en ningún caso podría superar los límites máximos previstos en el artículo 63 LDC para cada infracción (1% del volumen de negocios total para las leves, 5% para las graves y 10% para las más graves).

Con base en los citados criterios la CNMC dictó sus sanciones con aparente normalidad hasta el año 2015, fecha en la que emergió el famoso asunto de los *Vinos Finos de Jérez*, que lo cambió todo.

Lo que afloró con este asunto fue una discrepancia interpretativa entre la CNMC y la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional respecto a la aplicación del ya citado artículo 63 LDC. La CNMC defendía la posición de que el artículo 63 “establecía un criterio máximo para las sanciones expresado como un porcentaje del volumen de negocios total, que se entendía como una medida de su capacidad de pago, mientras que la multa se fijaba en función del artículo 64, especialmente la dimensión del

mercado afectado por la infracción (*Análisis de las Resoluciones de Recálculo En Aplicación de la Nueva Jurisprudencia del Tribunal Supremo En Materia de Sanciones de Competencia*, 2018)<sup>2</sup>

Mientras que la Sala de lo Contencioso-Administrativo interpretó que la expresión que ofrece el artículo 63 respecto al “volumen de negocios total” debía entenderse como el volumen de negocios total en el mercado afectado por la infracción y no como el volumen proveniente de todas las actividades que realizara la empresa.

Asimismo, defendía que los límites establecidos en el artículo 63 debían entenderse como un límite máximo y no como un umbral de nivelación. Todo esto con la finalidad de “evitar una infracción de proporcionalidad, especialmente ante empresas multi producto (artículo Garrigues)

En virtud de lo anterior, la CNMC recurrió la mencionada sentencia junto con otras de su misma naturaleza ante el Tribunal Supremo. Y no fue hasta el 29 de enero de 2015 que dicho órgano dictó la sentencia que resolvió la controversia interpretativa entre ambos organismos. No solamente resolvió la disputa entre Audiencia Nacional y la CNMC, sino que también sentó las bases de la actual metodología para el cálculo de las sanciones.

Esta resolución del 29 de enero de 2015 interpretó el artículo 63 LCD de la siguiente manera:

- En primer lugar, que el 10 por ciento al que se refiere el apartado primero de este artículo no se debe aplicar como un límite a posteriori, una vez calculada la sanción, más bien se trata de un límite máximo dentro del cual se situará la multa en función de la gravedad del asunto y de la conducta. Por lo que en definitiva el artículo 10 se

---

<sup>2</sup> Análisis de las resoluciones de recálculo en aplicación de la nueva jurisprudencia del Tribunal Supremo en materia de sanciones de competencia. (2018). Recuperado 18 diciembre de 2024d. C., de [https://www.cnmc.es/sites/default/files/editor\\_contenidos/CNMC/DocumentosReferencia/AE-03-18-0704\\_An%C3%A1lisis%20de%20las%20resoluciones%20de%20rec%C3%A1lculo%20en%20aplicaci%C3%B3n%20de%20la%20nueva%20jurisprudencia%20del%20TS%20en%20materia%20de%20sanciones%20de%20competencia.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/editor_contenidos/CNMC/DocumentosReferencia/AE-03-18-0704_An%C3%A1lisis%20de%20las%20resoluciones%20de%20rec%C3%A1lculo%20en%20aplicaci%C3%B3n%20de%20la%20nueva%20jurisprudencia%20del%20TS%20en%20materia%20de%20sanciones%20de%20competencia.pdf)

debe reservar solamente a los efectos de las conductas más perniciosas.

- Respecto al volumen de negocios, extremo discutido entre la Audiencia Nacional y la CNMC, el Tribunal Supremo dio razón a la CNMC al interpretar que el concepto de volumen de negocios alude a la totalidad del volumen de negocios de la empresa, independientemente de su mercado y ubicación geográfica.

La CNMC hizo acopio de esta interpretación y estableció el actual sistema de imposición de sanciones. El método actual se articula de la siguiente manera:

Consiste esencialmente en la fijación de un tipo sancionador teniendo en cuenta los límites máximos previstos en el artículo 63 LDC. Este se aplica sobre el volumen total de negocios de la sociedad infractora en el año anterior a la sanción, y una vez determinado el tipo se comprueba si la sanción es proporcional a la dimensión de la infracción.

Asimismo, el establecimiento del tipo sancionador consta a su vez de dos fases. Una primera fase en la que se fija el tipo sancionador general en función de las características de la infracción en su conjunto, y una segunda que atiende más a las circunstancias y la concreta participación de la conducta de cada empresa.

Para la determinación del tipo sancionador general se tienen en cuenta los siguientes elementos: características del mercado afectado por la infracción (64.1.a), la cuota de mercado de la empresa o empresas responsables (art.64.1b), el alcance de la infracción (art.64.1c), el efecto de la infracción sobre los derechos y legítimos intereses de los consumidores y usuarios o sobre otros operadores económicos (64.1.e) y los beneficios ilícitos obtenidos como consecuencia de la infracción (art.64.1.f)

Y, finalmente, para la valoración individual se tienen en cuenta criterios como: la duración de la infracción (64.1d), la dimensión del mercado afectado por la infracción (64.1.a), o las circunstancias agravantes y atenuantes en las que se haya podido incurrir. A estos efectos la LCD recoge un listado *numerus clausus* de todas aquellas conductas que tienen reconocida tal consideración.

En relación con la sanción de la CNMC que podría enfrentar Estrella del Mar, no contamos con la información suficiente para determinar con precisión la cuantía o el rango de la sanción. No obstante, se ha constatado que las conductas llevadas a cabo en colaboración con otros operadores portuarios son susceptibles de ser calificadas como prácticas de cártel, conforme a lo dispuesto en la Disposición adicional cuarta de la LCD.

*“A efectos de lo dispuesto en esta ley se entiende por cártel todo acuerdo o práctica concertada entre dos o más competidores cuyo objetivo consista en coordinar su comportamiento competitivo en el mercado o influir en los parámetros de la competencia mediante prácticas tales como, entre otras, la fijación o la coordinación de precios de compra o de venta u otras condiciones comerciales, incluso en relación con los derechos de la propiedad intelectual e industrial, la asignación de cuotas de producción o de venta, el mercado de mercados y clientes, incluidas las colusiones en licitaciones, las restricciones de las importaciones o exportaciones o las medidas contra otros competidores contrarias a la competencia<sup>3</sup>”*

Como se desprende de este precepto, celebrar reuniones con la competencia para acordar en qué subastas participará cada empresa, con el fin de maximizar los beneficios individuales y proceder a su reparto, constituye inequívocamente una práctica desleal. Por lo tanto, el procedimiento sancionador iniciado por la CNMC tiene altas probabilidades de prosperar, lo que derivaría en una sanción para Estrella del Mar.

Teniendo en cuenta que el artículo 62 LCD califica las prácticas de cártel como infracciones muy graves, la sanción en cuestión puede ascender a una cantidad considerable.

El Fondo Atlas Capital debe considerar a la hora de formalizar el contrato de compraventa la eventual sanción contra Estrella del Mar. Esto se debe a que este tipo de medidas suelen tener consecuencias más allá de lo económico, las cuales deben analizarse con detenimiento.

---

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

En primer lugar, estas sanciones afectan a la reputación e imagen de la empresa infractora. Pues es evidente que una condena del órgano supervisor en materia de competencia por infracciones graves genera inevitablemente escepticismo a potenciales inversores. Teniendo en cuenta que el objetivo de Atlas Capital es la adquisición del negocio afectado por la eventual sanción, deberá tener presente que la imagen de Estrella del Mar, incluso la suya propia, puede sufrir un grave perjuicio en los próximos años.

Asimismo, debe ser consciente que la adquisición de una parte del negocio supone adquirir sus derechos, pero también asumir sus obligaciones. De modo que, si la sanción es finalmente impuesta tras la consumación del contrato de compraventa, correría a cuenta de la adquirente, en este caso, Atlas Capital. No obstante, existen alternativas en la práctica mercantil que van a permitir a nuestro cliente blindarse contractualmente en caso de que la sanción se materialice.

El blindaje en cuestión se debe centrar en los siguientes extremos: en primer lugar, en la concesión del puerto de Santander. Hemos sabido que el procedimiento sancionador de la CNMC podría afectar a dicha concesión por lo que es un factor que el comprador debe tener en cuenta. Si considera que es esencial para que la operación de compraventa salga adelante, en cuyo caso se incluirá una condición suspensiva, o por el contrario no es esencial, pero si relevante, en cuyo caso se deberían realizar ajustes sobre el precio final de la compraventa. Y en segundo lugar en la protección del cliente frente a la eventual sanción pecuniaria que puede derivarse del procedimiento sancionador. ´

En relación con la concesión, como se ha señalado previamente, el mecanismo más eficaz de protección radica en la inclusión de una condición suspensiva. Este mecanismo se define como la situación en la que la consumación de un contrato quede supeditada al acaecimiento de determinados hechos no dependientes de la voluntad de las partes. En este contexto, los efectos del contrato permanecen suspendidos hasta que se produzca o no un riesgo identificado, generalmente por el comprador. Por lo tanto, la incorporación de dicha condición le permitiría desistir del contrato sin incurrir en consecuencias de ningún tipo en supuesto que la CNMC sancionara a Estrella del Mar con la retirada de la concesión del Puerto de Santander.

La alternativa es que Andalucía no considere la concesión como un elemento esencial del contrato. En tal caso, la práctica habitual en situaciones donde se han cumplido la mayoría, pero no todas, de las exigencias del comprador es la inclusión de una cláusula de ajuste de precio. Antes de proceder a su análisis, es relevante destacar que, en los contratos de compraventa (SPA), es recomendable que la fijación del precio objeto del contrato no sea definitiva, es decir, no debe establecerse una cifra cerrada.

En su lugar, resulta más recomendable definir un rango de precios que pueda ajustarse en función del curso de las negociaciones. Esto significa que, si las partes logran alcanzar un acuerdo sobre todos los aspectos de la negociación, el comprador abonaría la cantidad máxima dentro del rango establecido. No obstante, conforme surjan desacuerdos, el precio disminuiría progresivamente hasta alcanzar el mínimo fijado dentro de dicho rango.

La cláusula de ajuste de precio se implementa en situaciones en las que la empresa, al momento de formalizar el contrato de compraventa, desconoce el importe exacto de su activo o pasivo. Dado que las concesiones de los Puertos de Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca constituyen parte del activo de Estrella del Mar, resulta razonable considerar la inclusión de esta cláusula en el contexto de un procedimiento sancionador que pueda amenazar a alguna de estas concesiones.

Por lo tanto, se trata de una eficaz herramienta a disposición de Andalucía para el caso que alguna de las sanciones se materialice. Suele haber dos tipos de cláusulas de precio: las cláusulas de ajuste de precio a la fecha del cierre o las cláusulas de ajuste de precio con posterioridad a la fecha de cierre. Las primeras tienen en cuenta el estado de la empresa al inicio de la transacción, hasta la fecha de cierre para establecer métricas que definan el valor de la empresa. Mientras que las segundas atenderán al estado de la empresa con posterioridad a la fecha de cierre.

Teniendo en cuenta que los procedimientos sancionadores de la CNMC se pueden extender hasta los dos años (artículo 36 LDC), lo razonable en este caso sería fijar una cláusula de ajuste posterior a la fecha de cierre porque muy probablemente la operación

haya finalizado sin que este organismo se haya pronunciado aún acerca de la sanción.

Las cláusulas de ajuste de precio hipotéticamente pueden operar en ambos sentidos, pero en términos generales tienden a beneficiar y proteger sobre todo a los compradores. El caso más ilustrativo en el que se incluyen este tipo de condiciones es en el caso de los *earn outs*, es decir, que los resultados futuros dependan de un avance tecnológico.

Como alternativa a esta cláusula también relacionada con el precio sería la inclusión de las cláusulas de indemnidad. Consisten en unas condiciones que se incluyen de manera frecuente en los contratos de compraventa que permiten a las partes reducir el riesgo frente a la parte contraria ante un eventual acontecimiento.

En este sentido, la indemnidad se puede definir como la seguridad que da una parte a otra de que no sufrirá daño o perjuicio por la observancia de una determinada conducta pasada o futura. Va en la línea de lo que establece el artículo 1197 del Código Civil (en adelante, CC) en las que el otorgante asume ante la otra parte, el beneficiario el deber de mantenerlo indemne frente a reclamaciones de terceros que tengan vinculación con la causa que motiva el contrato.

## **2.2. Propuesta de reorganización societaria.**

El fondo de inversión Atlas Capital, nuevamente ha solicitado nuestro asesoramiento para la elaboración de una reorganización societaria de la sociedad vendedora, esto es, Estrella del Mar, S.A, cuyo objetivo es aglutinar todos los activos relacionados con la gestión portuaria en la Target. Lógicamente, el motivo de esta reorganización es que, una vez se materialice la adquisición, la Target sea titular de los citados activos, y se pueda beneficiar de ellos en la posterior integración con Andalusia Harbors.

Hemos podido conocer los activos que tiene a disposición cada empresa del grupo. La matriz es titular de la concesión del puerto de Bilbao, así como de gran parte del personal que presta tareas de soporte a la actividad de estiba. También es titular del contrato de arrendamiento celebrado con la empresa que presta su flota de remolcadores para realizar las labores de guía en los puertos, la sociedad Barcos Anton, S.L. Y, finalmente, cuenta con todo el equipo de dirección que presta soporte tanto a la gestión portuaria como a la

rama de actividad principal del grupo que es el transporte de mercancías.

Por su parte, Estrella de Gestión de Puertos, S.L.U (en adelante, “Estrella Gestión Puertos”), que es propiedad al 100% de la matriz, es titular de las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander, y otros activos ligados a la actividad de dichas plazas. Respecto a Estrella Marruecos, S.L.U (en adelante, “Estrella Marruecos”), cuyas participaciones son titularidad de Estrella Mercancías, S.L.U (en adelante, “Estrellas Mercancías”), participada a su vez directamente y al 100% por la matriz.

Cómo se puede observar, la estructura del grupo carece de toda lógica, y supone un impedimento para la adquisición de la rama especializada en gestión portuaria, ya que los activos relacionados con dicha actividad están repartidos por todas las sociedades del grupo. De tal forma que, si Atlas Capital acometiese la operación a día de hoy, únicamente disfrutaría de las concesiones de Ferrol y Santander, que es lo que pretende evitar con esta reorganización societaria.

A continuación, se expondrá la propuesta de reorganización que desde nuestro punto de vista es la más acertada, teniendo en cuenta la restricción efectuada por la vendedora en relación con las compras intragrupo.

Una de las formas de acometer la operación es a través del mecanismo de la segregación. Se trata de una figura de creación doctrinal que fue incorporada al sistema normativo español, a través de la ya derogada ley de modificaciones estructurales<sup>4</sup> (en adelante, “LME”) Consiste esencialmente en una nueva modalidad de cesión global de activos y pasivos, con la diferenciación de que en ésta se transfieren, con efectos de sucesión universal, una o más partes del activo de una sociedad, recibiendo a cambio acciones de la sociedad beneficiaria. En la actualidad la segregación está regulada en el artículo 61 y siguientes del Real Decreto-Ley 5/2023<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

<sup>5</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.

De su definición se desprende que esta forma de reorganización empresarial cuenta con tres notas esenciales: (i) la transmisión de una unidad económica, (ii) que dicha transmisión se realiza a título universal, y (iii) que la contraprestación al activo transmitido son acciones o participaciones de la sociedad adquirente, conocida como beneficiaria.

Básicamente, consiste en una escisión de una sociedad en distintas unidades económicas, y la contraprestación a la parte de la sociedad -ya independiente- que no queda incluida en la segregación son acciones o participaciones de la nueva sociedad emergente.

Uno de los problemas al aplicar esta figura que han generado gran controversia en el ámbito doctrinal es el concepto de unidad económica, que como hemos visto, es uno de los requisitos para poder llevar a cabo una segregación. Incluso el Tribunal Supremo ha puesto en su sentencia del 3 de enero de 2013<sup>6</sup>, puso de relieve la dificultad de definir este concepto.

La operación de segregación en cuestión será llevada a cabo por Estrella del Mar, mediante la cual se transmitirán a Estrella de Gestión Puertos todos los elementos previamente mencionados: el puerto de Bilbao, el personal especializado, el contrato de arrendamiento y el equipo de dirección. Es importante destacar que esta transmisión se limitará exclusivamente a los activos relacionados con la gestión portuaria, dejando fuera aquellos vinculados al transporte de mercancías.

Como se mencionó anteriormente, la contraprestación de esta segregación consistirá en la adquisición, por parte de Estrella del Mar, de participaciones en la nueva sociedad resultante.

Posteriormente, se procederá a una escisión parcial de los activos de Estrella Marruecos, en particular aquellos relacionados con la Concesión del Puerto de Casablanca y los elementos inherentes a esta operación. Este proceso se enmarca en lo dispuesto en el artículo 60 de la Ley de Modificaciones Estructurales, siguiendo la modalidad de

---

<sup>6</sup> Sentencia del Tribunal Supremo 796/2012, 3 de enero de 2013

aportación de rama económica por absorción. En este tipo de operaciones, una sociedad reduce su capital, y como contraprestación, los socios de la sociedad escindida reciben un número proporcional de acciones o participaciones en la sociedad beneficiaria, en proporción a su participación en el capital social.

En este caso, la sociedad beneficiaria inicial será Estrella del Mar, que posteriormente transmitirá estos activos de forma conjunta a Estrella de Gestión Puertos. Este mecanismo tiene como finalidad evitar que Estrella Mercancías reciba participaciones en la sociedad resultante (Target).

Una vez completados estos pasos, se podrá proceder a la fusión con Andalusia Harbors. Antes de concluir este apartado, es fundamental recordar que, debido al carácter *intuitu personae* de las concesiones administrativas portuarias, será necesaria la autorización previa por parte de la Autoridad Portuaria. Esta autorización se otorgará únicamente si se cumplen los requisitos establecidos en el artículo 92 de la Ley de Puertos y de la Marina Mercante.

### **2.3. Procedimiento judicial contra Generali Seguros, S.A.**

Realizando la *due diligence* correspondiente el cliente se ha percatado de la existencia de un procedimiento judicial abierto iniciado por la compañía de seguros Generali Seguros, S.A (en adelante, “Generali Seguros”) contra Estrella del Mar. El objeto del litigio es una reclamación de cantidad, concretamente de 36.000 euros, en reclamación por los daños ocasionados por una grúa en el puerto de Bilbao, propiedad de la matriz en el momento que sucedieron los hechos.

Cómo hemos visto en el apartado de la reorganización societaria, una de las notas distintivas de la segregación es la sucesión universal. Esta se debe entender como el instrumento que implica sustituir a una persona jurídica en todos sus bienes y derechos, así como en todas sus relaciones jurídicas transmisibles, sin que se produzca una novación de las mismas, esto es, sin que se extingan y se vuelvan a constituir.

Por lo tanto, si los derechos y obligaciones no se modifican por la sucesión universal, parece lógico que tampoco lo hagan sus obligaciones pendientes. De tal forma que Estrella Gestión Puertos, al haber adquirido la concesión de Bilbao fruto de la citada segregación, esta quedaría subrogada en la posición procesal del juicio abierto contra Generali Seguros.

Las magnitudes de la operación que se pretende llevar a cabo son ampliamente superiores a la cantidad que reclama Generali Seguros, por lo que a priori este pleito no plantearía un problema de cara a la viabilidad de la operación. No obstante, resulta pertinente analizar el alcance y posibles consecuencias que podrían derivar de dicho procedimiento.

Aunque en este tipo de modificaciones estructurales exista sucesión universal, ello no excluye la posibilidad de que las partes puedan pactar ciertas limitaciones en el contrato de adquisición. Por ejemplo, en este caso, la reclamación presentada por Generali tuvo lugar cuando el activo aún pertenecía a la matriz. Por tanto, resulta lógico que no sea Atlas Capital, como adquirente de la división Estrella Gestión Puertos, quien deba asumir dicha responsabilidad.

Existen distintos mecanismos para proceder al blindaje contractual de la presente reclamación, pero el más eficaz dadas las características del caso y la cuantía de dicha reclamación, es mediante la fijación de una *indemnity*. Es decir, incluir una cláusula que garantice que en caso de que haya un resultado desfavorable este sería asumido por el vendedor.

Por otro lado, desde el punto de vista reputacional y de imagen, la presente reclamación podría plantearnos problemas a futuro. Esto es así ya que en el caso de que Estrella Gestión Puertos resultara condenada, este hecho podría causar escepticismo entre clientes e inversores (actuales y potenciales), sobre todo teniendo en cuenta que el objeto de la reclamación está directamente relacionado con la actividad comercial que desarrolla.

En el peor de los casos, dicho escepticismo podría traducirse en la pérdida de confianza por parte de estos grupos clave. Sin embargo, contemplamos este escenario como altamente improbable, dado que se trata de una única reclamación judicial y la cuantía involucrada es prácticamente insignificante.

Para el cálculo de los honorarios de los profesionales involucrados en el procedimiento, nos enfocaremos principalmente en las figuras del abogado y del procurador, sin perjuicio de la posible intervención de otros especialistas, como peritos expertos dependiendo de la complejidad del caso.

En este caso, de conformidad con lo previsto en el artículo 51 de la Ley de Enjuiciamiento Civil<sup>7</sup>, salvo que las partes hayan pactado otra cosa, el procedimiento estará sustanciándose en Bilbao, que es donde se encuentra el domicilio de la demandada (Estrella del Mar). En cada partido judicial, la forma de calcular los honorarios del letrado y procurador son distintas por lo que en este caso tenemos que acudir a los criterios fijados por el País Vasco.

Antes de hacerlo, hemos de recordar que la Sala de lo Contencioso-Administrativo<sup>8</sup> del Tribunal Supremo ha fijado en una sentencia que los colegios de abogados no pueden establecer reglas específicas y pormenorizadas referidas a actuaciones profesionales concretas y que conduzcan a una determinada cuantificación de los honorarios, ya que no está permitido por la Ley de Colegios de Profesionales e infringe la Ley de Defensa de la Competencia<sup>9</sup> (Comunicación Poder Judicial, 2023). En cambio, si permite que haya unos criterios orientativos con algún grado de generalidad, que no conduzcan directamente a una determinada cuantificación de los honorarios.

En este sentido, desconocemos el estado de avance del procedimiento, pero asumiremos que, al momento de llevarse a cabo la transmisión, ya se habrán celebrado tanto la audiencia previa como el juicio. Hacemos referencia a ambas instancias porque, dado el importe de la reclamación, el caso debe necesariamente tramitarse por los cauces del procedimiento ordinario, conforme a lo establecido en el artículo 249.2 de la LEC. Esto es relevante en la medida que los criterios de honorarios varían en función de la forma en que se sustancia el proceso.

---

<sup>7</sup> Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.

<sup>8</sup> Sentencia del Tribunal Supremo 4841/2022 - ECLI:ES:TS:2022:484

<sup>9</sup>Comunicación Poder Judicial. (2023, 9 diciembre). *El Tribunal Supremo establece que los criterios orientativos de los colegios de abogados no pueden incluir baremos de honorarios o listas de precios*. Poder Judicial España. Recuperado 18 de diciembre de 2024, de <https://www.poderjudicial.es/cgpj/en/Judiciary/Supreme-Court/Pressroom/Press-Releases/El-Tribunal-Supremo-establece-que-los-criterios-orientativos-de-los-colegios-de-abogados-no-pueden-incluir-baremos-de-honorarios-o-listas-de-precios>.

Y, finalmente, se ha de tener en cuenta el límite fijado a las costas del procedimiento - entre los que se incluye la minuta de los letrados- previsto en el artículo 394 LEC. Dicho precepto establece como límite que las costas no excedan un tercio de la cuantía del procedimiento. Cabe precisar que esta limitación aplica exclusivamente en primera instancia, de modo que, en caso de interponerse un recurso de apelación o de casación, dicho límite dejaría de ser aplicable.

En definitiva, aplicando los baremos orientadores fijados por el Consejo Vasco de la Abogacía, en el año 2006, los honorarios tanto de abogado como de procurador serían los siguientes:

En cuanto al letrado, aplicando el criterio 100, relativo al *“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”*. De su contenido se desprende que hay que acudir a la escala tipo fijada en los criterios.

**Vigésima.- Escala tipo.** - Para el cálculo de los honorarios, en los procedimientos de cuantía determinada, se establece la siguiente escala tipo:

<b>Importe</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Acumulado</b>
Hasta 1.200	25%	300
Lo que exceda de 1.200,01 hasta 4.800	16%	876
Desde 4.800,01 a 6.000	15%	1.056
Desde 6.000,01 a 30.000	8%	2.976
Desde 30.000,01 a 90.000	6%	6.576
Desde 90.000,01 a 120.000	5%	8.076
Desde 120.000,01 a 450.000	4.5%	22.926
Desde 450.000,01 a 600.000	4%	28.926
Desde 600.000,01 a 1.200.000	3%	46.926
Desde 1.200.000,01 a 3.000.000	2%	82.926
Desde 3.000.000,01 a 6.000.000	1.5%	127.926
Lo que exceda de 6.000.000,01	1%	

Siendo 36.000 euros el importe de la cantidad reclamada, debemos de acometer la siguiente operación:

- Acudir al baremo inmediatamente anterior y sumar el importe total acumulado, esto es, 2.976 euros.
- Restar 36.000 euros a 30.0001 euros, para calcular el importe que va a llevar el siguiente baremo, y multiplicarlo por el porcentaje que le aplica, que en este caso es del 6 por ciento. La cantidad resultante es de 359.94 euros.
- En definitiva, los honorarios aproximados sería el resultado de sumar ambas cantidades, y añadirle el Impuesto del Valor Añadido (IVA). Por lo tanto, 3.335,94 euros más IVA. Cantidad total: **4.036,78 euros**.

Respecto a los honorarios del procurador, estos funcionan de distinta forma ya que están sujetos a aranceles. Se debe aplicar lo previsto en el Real decreto 434/2024<sup>10</sup> que regula los mencionados aranceles. Siendo la cuantía del procedimiento de 36.000 euros, correspondería a la representación procesal la cuantía de **714 euros**. La suma de ambos conceptos nos daría una cantidad de cantidad de **4.750,48 euros**. Esta cantidad cumple lo establecido en el citado artículo 394.2 LEC, respecto a que las costas no superen el tercio de la cuantía del procedimiento.

#### **2.4. Sobre el compromiso de no competencia.**

Es muy habitual en los contratos de compraventa de sociedades la inclusión de cláusulas de no competencia, la cual establece un acuerdo entre dos o más empresas con el objetivo de proteger los intereses comerciales y evitar la competencia desleal. En el caso que nos ocupa cobra una especial relevancia, en la medida que la sociedad vendedora podría continuar desarrollando el negocio adquirido por la compradora, aunque dicho negocio no sea considerado estratégico para su empresa.

La doctrina mayoritaria entiende que en toda compraventa de empresa se entiende implícito el pacto de no competencia, en virtud del artículo 1258 del Código Civil<sup>11</sup> (en

---

<sup>10</sup> Real Decreto 434/2024, de 30 de abril, por el que se aprueba el arancel de derechos de los profesionales de la Procura.

<sup>11</sup> Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

adelante, “CC). Este dispone que los contratos obligan no solamente a lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, el uso y la ley. En este sentido, si una empresa adquiere el negocio de otra, incluyendo aspectos como la clientela, el *know-how* y el fondo de comercio, lo lógico es que la vendedora no haga uso de esos activos ni intente recuperarlos, respetando así las exigencias de la buena fe generadas a la compradora.

Por lo tanto, se presume la obligación de no competencia, aunque las partes no hayan pactado nada expresamente. Cuestión distinta es la duración de debe tener dicha obligación, que según la interpretación de los tribunales debe ser la estrictamente necesaria para que se cumpla la finalidad del contrato. De esta forma restringe el ámbito temporal de estas obligaciones evitando que surjan así cláusulas de no competencias excesivamente largas que puedan ser consideradas pactos restrictivos de la competencia<sup>12</sup>.

En este caso el cliente solicita nuestro asesoramiento para estudiar la viabilidad de una cláusula de no competencia con una extensión de 5 años, y que se extienda a toda la región del mediterráneo. Dado su contenido es preciso acometer el análisis desde el punto de vista temporal y geográfico.

En cuanto al límite temporal, la Comisión Europea se ha pronunciado al respecto en su Comunicación de 2005/C56/03<sup>13</sup>. En ella establece que las cláusulas de no competencia están justificadas por un periodo máximo de tres años siempre y cuando la transmisión incluya la transferencia de la clientela, el fondo de comercio y los conocimientos técnicos (*know-how*). De lo contrario, solamente estarían permitidas por un periodo de dos años.

En cambio, los tribunales españoles han optado por ser más restrictivos y han fijado en dos años el periodo máximo de duración de estas cláusulas.

De lo anterior se puede deducir que el plazo de cinco años planteado por Atlas Capital es desorbitado bajo el paraguas del derecho comunitario y nacional, por lo que posiblemente

---

<sup>12</sup> Artículo 1 Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

<sup>13</sup> Comunicación de la Comisión sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin.

sea valorada por los tribunales como un pacto restrictivo de la competencia. Sugerimos que reconsideren la duración del mismo a una más acorde a la ley, es decir, de dos años.

Desde el punto de vista geográfico, en la citada comunicación la Comisión Europea establece que la aplicación de una cláusula de no competencia debe limitarse a la zona en la que el vendedor ofrecía productos o servicios antes del traspaso. Esto es muy importante ya que la vendedora ni si quiera operaba en toda la península ibérica, solamente en unas provincias determinadas, por lo que la extensión de la obligación “a todo el mediterráneo”, lo que podría incluir Italia, Grecia, y Portugal, lo consideramos altamente restrictivos y nuevamente podría ser considerada un pacto restrictivo de la competencia en sede judicial.

Finalmente, en caso de ser preceptiva la autorización por parte de la CNMC, lo coherente sería incluir en el contrato de adquisición una condición suspensiva que supedita los efectos del contrato a la obtención de dicha autorización. De modo que en esta operación la firma y el cierre no van a ocurrir en una unidad de acto. Primero las partes firmarán el contrato, y luego habrá un transcurso de tiempo fijado para el cumplimiento de las condiciones suspensivas que se hayan podido fijar. Y, en caso de que alguna de ellas no se cumpla, ello facultaría las partes a resolver el contrato sin consecuencias jurídicas de ningún tipo.

### **III. ADQUISICIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DE OCEANSHIP, S.A.**

En esta cuestión Estrella del Mar solicita nuestro asesoramiento en relación con la adquisición de una participación minoritaria de la sociedad Oceanship, S.A (en adelante, “Oceanship”) con sede En Barcelona. Antes de comenzar con la exposición nos gustaría mostrar nuestro más sincero agradecimiento a Estrella del Mar por depositar su confianza en este despacho, tras haber visto la forma en que trabajamos en la adquisición realizada por Atlas Capital.

#### **3.1. Articulación de la operación de compraventa sin obligación de realizar una Oferta Pública de Adquisición (OPA).**

Antes de dar respuesta a la pregunta planteada resulta pertinente delimitar el concepto de

OPA. Una OPA es una operación mediante la cual una o varias personas físicas o jurídicas ofrecen a todos los accionistas de una sociedad cotizada la compra de sus acciones a cambio de un precio determinado. Este mecanismo está regulado por el Real Decreto 1066/2007<sup>14</sup>, y es aplicable exclusivamente a las sociedades cotizadas<sup>15</sup>.

Existen distintos tipos de OPA en función de las circunstancias específicas de cada caso como las opas obligatorias o voluntarias, por toma de control o amistosas. En este contexto, Estrella del Mar plantea si, de acuerdo con la normativa española, estaría alguien obligado a lanzar una OPA obligatoria. Estas OPAS se caracterizan porque su formulación es exigida por la ley con el objetivo de alcanzar un resultado específico, que generalmente es la protección de los accionistas minoritarios.

En principio, Ni Estrella del Mar ni las otras personas o entidades involucrada estarían obligadas a formular OPA toda vez que ninguno supera el límite previsto en el artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores<sup>16</sup>, que es del 30 por ciento de la sociedad cotizada. Según esta normativa, únicamente se sobrepase dicho porcentaje se activa la obligación de formular una OPA obligatoria.

No obstante, el citado artículo 60 contempla también situaciones específicas en las que es obligatorio formular una OPA, incluso si no se ha alcanzado el umbral del 30 por ciento. Estas situaciones incluyen, entre otras: (i) cuando el adquirente nombra un número de consejeros que representen más de la mitad del órgano de administración de la sociedad, (ii) cuando la toma de control se haya llevado a cabo mediante pactos parasociales y no se reflejen directamente en el porcentaje de participación, o (iii) las tomas de control indirectas y sobrevenidas.

No disponemos de información suficiente como para poder dilucidar si se han llevado a cabo alguna de estas prácticas, sin embargo, no es relevante ya que la obligación de formular OPA en este caso va por otros derroteros.

---

<sup>14</sup> Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

<sup>15</sup> Se entienden por sociedades cotizadas aquellas cuyas acciones estén, en todo o parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España. En este caso se cumplen los requisitos ya se trata de una sociedad cotizada con domicilio social en Barcelona (España)

<sup>16</sup> Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

Con carácter general, los derechos de voto relevantes a efectos de determinar si se ha superado el umbral son los ostentados por un solo accionista. Sin embargo, existen determinados escenarios como el presente, en los que se le atribuyen a dicho accionista los derechos de voto ostentados por otras entidades. Uno de los escenarios, que en este caso resulta de aplicación, es el de los derechos de voto que ostenten los miembros de los órganos de administración del accionista y las sociedades del grupo.

En relación con lo anterior, hemos sabido que la familia Machado, uno de los accionistas de control de Estrella del Mar con el 88 por ciento de las acciones, tiene indirectamente, a través de una sociedad patrimonial, una participación del 3,5 por ciento de Oceanship. De lo anterior se puede deducir que con la adquisición pretendida del 29,7% por parte de Estrella del Mar, sería la familia Machado quien ostentara el control de ambas sociedades.

De Estrella del Mar resulta evidente que ostenta alrededor del 90 por ciento de las acciones, lo que les convierte a efectos prácticos en la voz y el voto de la sociedad. Y, por tanto, si tiene el control de dicha sociedad también lo tendrá respecto de la adquisición del 29,7% de Oceanship. Esto añadido al 3,5% que ostenta indirectamente a través de la sociedad patrimonial, implica que cuenta con el control tanto de Estrella del Mar como de Oceanship, a pesar de que en esta última no se supere el umbral previsto en la ley.

En virtud de lo anterior, la familia Machado estaría obligada legalmente a formular una OPA a todos los accionistas de Oceanship y de comprar el 100% de la sociedad al mismo precio que pagó Estrella del Mar por casi el 30 por ciento.

En conclusión, respondiendo a la pregunta planteada, no sería posible en el caso que nos ocupa articular una operación de compraventa sin la obligación de formular una OPA.

### **3.2. Condiciones y porcentajes de la compraventa**

El siguiente extremo solicitado por Estrella del Mar es que procedamos a la articulación de la compraventa -incluyendo porcentajes- partiendo de la premisa de que sea imposible evitar la obligación de formular una OPA por parte de la familia Machado.

Una alternativa sería reducir el porcentaje de participaciones sociales que se pretende

adquirir. Actualmente, el sumatorio de los porcentajes correspondientes a las participaciones de Estrella del Mar (29,7%) y a la Familia Machado (3,5%), se alcanza un total de 32,2%. Este valor, como se ha señalado anteriormente, supera el umbral establecido por la normativa que obliga a formular una OPA. Sin embargo, si se reduce la participación adquirida al 26,4%, el total sería de 29,9%, lo cual se mantendría por debajo del límite legal para dicha obligación.

Esta enajenación del exceso de participaciones se debería acometer dentro de los tres meses siguientes a la efectiva toma de control, y entre tanto, no se podrán ejercer los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes.

Otra alternativa sería la obtención de una dispensa de la obligación y formular una OPA emitida por la CNMV, siempre que exista otra entidad que posea una participación igual o superior a la que se pretende adquirir. Ello concuerda con el espíritu de las OPAS, que proteger de los accionistas frente a posibles cambios de control. Sin embargo, en el caso de que se adquiriera una participación significativa, pero está ya está en manos de otra entidad con igual o mayor proporción, no se generaría realmente un efectivo cambio de control en la sociedad. En consecuencia, no habría impacto sobre los accionistas en términos de cambio de control

Dicha dispensa estará condicionada a que la otra entidad no disminuya su participación por debajo de la que ostente el accionista dispensado. Una vez emitida la solicitud de dispensa la sociedad afectada, esto es, Oceanship tendrá un plazo de tres días para formular las alegaciones que considere pertinentes. Tras este periodo breve de alegaciones, la CNMV, en el plazo de diez días, deberá comunicar su decisión -de manera motivada- al interesado, a la sociedad afectada y a la publicación de su decisión en su página web oficial.

### **3.3. Sobre la recompra de las acciones por parte del Consejo de Oceanship, S.A.**

El Consejo de Oceanship está considerando la posibilidad de lanzar un programa de recompra de acciones en los próximos meses, el cual podría abarcar hasta el 1% de las acciones actualmente en circulación. Esto es relevante en la medida que se excluyen de

la base del cómputo de acciones, a efectos del porcentaje de derechos de voto, las que pertenezcan directa o indirectamente a la sociedad afectada. En este caso, dado que es el propio consejo de Oceanship quien planea llevar a cabo la recompra, dichas acciones no deben ser contabilizadas para determinar los derechos de voto, al haberse retirado de la circulación.

Por lo tanto, el umbral de la OPA en vez de calcularlo desde el 100%, se debe aplicar desde el 99%. En definitiva, aplicando el 30% del umbral al porcentaje total de acciones en circulación, el resultado que obtienes es un 29,7%. Por lo tanto, en este caso para evitar la obligación de formular una Opa se debería adquirir el 26.1% de las participaciones.

### **3.4. Articulación de la operación de fusión de tal forma que la familia Machado no tenga que lanzar una OPA obligatoria.**

Los Consejos de administración de Oceanship Y Estrella del Mar se hallan en un proceso de negociaciones estudiando la posibilidad de explorar una combinación de ambos negocios a través de una fusión por absorción. En caso de materializarse, Oceanship absorbería Estrella del Mar, en cuyo caso la familia Machado pasaría a controlar un 57% de la sociedad resultante de la fusión.

La primera cuestión que se nos plantea al respecto es encontrar la forma de acometer la operación, procurando evitar que la familia Machado tenga la obligación de formular una OPA obligatoria. En principio, teniendo en cuenta que el porcentaje que ostenta duplica el mencionado 30 por ciento, estaría obligado a formular dicha obligación. No obstante, existen excepciones en la norma distintos a los planteados anteriormente.

En primer lugar, debemos acudir al artículo 8 g) del Real Decreto 1066/2027, que establece una exención a la obligación de formular OPA en casos de fusión. Esta aplica a los accionistas de las sociedades implicadas que, tras la fusión, alcancen el porcentaje de derechos de voto mencionado en el artículo 4 del mismo decreto, siempre que: (i) no hayan votado a favor de la fusión en la junta general de la sociedad afectada, y que (ii) se demuestre que el objetivo principal de la operación no es la toma de control, sino un propósito de índole comercial o empresarial.

En cuanto al primer requisito, este pretende evitar que quienes hayan promovido la operación no usen la fusión como un mecanismo encubierto para obtener control, garantizando así que la decisión de aprobar la fusión recaiga a quienes la ley pretende proteger en todo momento, a los accionistas en este caso de la sociedad absorbente. Por lo tanto, en este caso no computaría para el voto de la fusión el 57% de las acciones que ostenta la Familia Machado, la cual deberá ser respaldada por el resto de accionistas.

Tal y como establece Carlos de Cárdenas Smith<sup>17</sup>, este requisito no es efectivo en la práctica por lo siguiente: Normalmente quienes impulsan las operaciones de fusión son los accionistas mayoritarios, que siempre votan a favor para asegurarse de que se apruebe. Además, dado que las juntas suelen tener una baja asistencia y se celebran en segunda convocatoria, es necesario el apoyo favorable del al menos dos tercios del capital presente o representado, lo que hace que sea difícil de aplicar y que tenga que ser sometido a una reforma en el futuro (Uría Menéndez, 2007)

Respecto al segundo requisito, corresponderá al interesado acreditar el cumplimiento del requisito de que la operación es por un fin industrial o empresarial, y no estratégico.

En el contexto en el que nos encontramos, resulta pertinente traer a colación el artículo el artículo 227 de la Ley de Sociedades de Capital, que regula el deber de lealtad de los administradores, pudiendo extenderse en este caso a los accionistas mayoritarios. Dicho precepto dispone que los anteriores deben desempeñar el cargo con la fiel lealtad de un representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad. Y, en caso de no hacerlo, debería indemnizar proporcionalmente al daño causado al patrimonio de la sociedad, y a la devolución de lo que se haya lucrado injustamente.

Finalmente, la CNMV en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la solicitud de dispensa por el accionista, deberá comunicar si resulta exigible o no la formulación de la OPA.

---

<sup>17</sup> Uría Menéndez. (2007, septiembre). Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores. Recuperado 18 de diciembre de 2024, de <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2700/documento/GuiaUM.pdf?id=2927>

### **3.5. Calendario y principales pasos para realizar la integración.**

Estrella del Mar nos ha comunicado, que, en la actualidad, mantiene conversaciones con Oceanship para explorar la viabilidad de una fusión por absorción entre ambas entidades. En este escenario, la sociedad que prevalecería tras la operación sería Oceanship. A tal efecto, a continuación, se expone un análisis pormenorizado del calendario e hitos principales para realizar una fusión por absorción.

Como sabemos, la fusión por absorción se trata de una modalidad de modificación estructural, cuyo régimen ha sido recientemente actualizado mediante el Real Decreto Ley 5/2023. Con el término modificación estructural nos referimos a todas aquellas alteraciones de la sociedad que suponen una alteración sustancial de la estructura organizativa de la sociedad y que modifican la forma en que los socios mantienen la titularidad del patrimonio social.

Según el artículo 33 del citado Decreto, la fusión se define como aquella operación mediante la cual dos o más sociedades integran sus pasivos en una única entidad. Esto se realiza mediante la transmisión en bloque de su patrimonio, con la consiguiente atribución de acciones o participaciones de la sociedad resultante a los socios de las sociedades extinguidas.

Ahora bien, existen distintas modalidades de fusión, siendo de particular interés en este caso la fusión por absorción. Esta operación se caracteriza por la transmisión en bloque y por sucesión universal de sus patrimonios a una sociedad existente. Lo habitual es que se para llevarla a cabo la sociedad absorbente (Oceanship) haga un aumento de capital social mediante la emisión de nuevas acciones, que se entregarán como contraprestación a los socios de las sociedades absorbidas (Estrella del Mar).

Estos son los pasos a seguir para llevar a cabo una fusión:

A) Elaboración del acuerdo de fusión

Esta fase inicial abarca desde el comienzo de las negociaciones preliminares, en la que se encuentra Estrella del Mar y Oceanship, hasta la aprobación de los acuerdos por parte de los órganos societarios competentes, que normalmente suele ser la Junta General, para validar en su caso la operación de fusión.

De modo que este periodo comprende todos los actos preparatorios que engloban la fusión: desde las conversaciones iniciales y la suscripción de acuerdos de confidencialidad, hasta la realización de las *due diligence*, que consiste en el estudio que evalúa la viabilidad de la operación. Por lo general, este análisis en mayor o menor medida es realizado por todas las sociedades absorbidas.

En este sentido, hay que tener en consideración lo previsto en la Ley de Sociedades de Capital respecto a los deberes de lealtad de los administradores. En especial, al artículo 228 LSC que incluye entre sus obligaciones la de abstenerse a participar en la deliberación de acuerdos o decisión en las que él o una persona vinculada tengan un conflicto de interés. Esto quiere decir que si un administrador pudiera tener intereses personales por cualquier razón (porque es accionista de una empresa involucrada en la fusión) este debe abstenerse a participar en las deliberaciones y votación sobre la fusión, ya que su encargo debe estar dirigido a proteger los intereses de la sociedad y no sus propios intereses.

A su vez, los administradores están sujetos a unos estándares de diligencia, de conformidad con lo previsto en el artículo 226 LSC, que se condiciona a: (i) que haya actuado de buena fe sin ningún tipo de interés personal en la operación, (ii) que su decisión de aprobar la fusión la haya tomado disponiendo de toda la información a su disposición, y (iii) que la decisión haya seguido un razonamiento lógico y estructurado teniendo en cuenta la normativa aplicable.

Dado que Oceanship es una sociedad cotizada, deberán tenerse también en cuenta las disposiciones relacionadas con el abuso de mercado, especialmente en la obligación impuesta a sociedades de esta naturaleza de publicar con carácter inmediato cualquier

información que pudiera afectar al valor de cotización de sus acciones o participaciones. No obstante, la ley le permite no divulgarla inmediatamente en aquellos casos en los que, de hacerlo, se estaría perjudicando los intereses del emisor.

Siguiendo con los pasos a realizar en una fusión, dentro de este periodo se diseña el documento fundamental en este tipo de operaciones, que es el **proyecto común de fusión**. En todas las modalidades existentes de este tipo de modificación estructural, la creación de este documento es obligatoria. Consiste en una recopilación de los términos y condiciones esenciales de la fusión firmada por los administradores de todas las sociedades participantes, que debe ser aprobado por sus respectivos socios. Lo que quiere decir que dicho proyecto debe necesariamente aprobarse tanto en la Junta General de Oceanship como la de Estrella del Mar.

Lo mencionado anteriormente respecto a la firma de todos los administradores es relevante, ya que, de faltar siquiera una de ellas, el proyecto se considerará cerrado, conforme al artículo 39.1 del Real Decreto Ley 5/2023.

Respecto a su contenido mínimo, este se encuentra recogido en los artículos 4 y 40 del citado Real decreto. Entre otras cosas incluye:

- La forma jurídica, razón social y domicilio social tanto de las sociedades absorbidas como de la sociedad resultante: con carácter general la sociedad absorbente mantiene todos sus elementos salvo que se disponga lo contrario.
- La identificación del tipo de modificación estructural que se está llevando a cabo y el calendario propuesto: ambas dos son nuevas modalidades incorporadas por este Real Decreto.
- Los derechos que vayan a conferirse en la sociedad resultante: Esto se refiere especialmente a lo previsto en el artículo 27 LSC, relativo a las ventajas que pueden percibir los fundadores de una sociedad anónima.
- Las implicaciones que pudiera tener la presente fusión a los acreedores: Se trata de otras de las novedades de esta norma, que, hasta su entrada en vigor, era un extremo

que debía cubrir el informe de administradores, pero no el proyecto de fusión.

- Toda posible ventaja prevista para los miembros del órgano de administración y sucedáneos.
- La oferta de compensación de efectivo a aquellos socios que dispongan de un derecho de enajenar sus acciones: supone el recambio al derecho de separación, aunque aplica principalmente en fusiones transfronterizas.
- Las consecuencias que tuviera la operación para el empleo.

Esta constituye la información mínima establecida en el artículo 4, que como ya se ha dicho debe ser complementado con el artículo 40. Sin embargo, no se incluirá en este informe para evitar extenderme innecesariamente sobre esta cuestión.

Sin perjuicio de lo anterior, los consejos de administración de las sociedades participantes pueden incluir información adicional más allá del mínimo legal que consideren pertinente. Generalmente, esto se hace para proporcionar detalles acerca de los órganos de administración o de la distribución de dividendos.

En cuanto a la publicación del proyecto de fusión, los administradores deberán publicarlo ininterrumpidamente en la página web o en el Registro Mercantil, un mes antes de la celebración de la Junta General.

Dicha publicación debe ser acompañada de otros documentos como: (i) el informe de un experto independiente, (ii) y un anuncio en el que se informe a los socios, acreedores y representantes de los trabajadores, que disponen de cinco días hábiles para formular observaciones al proyecto.

El proyecto de fusión necesariamente ha de ser probado en los seis meses siguientes a su fecha por las Juntas Generales de la sociedad participantes.

Otro de los elementos fundamentales de este periodo es que cada una de las sociedades intervinientes está obligada a formular un **balance** de sus respectivas cuentas anuales que

debe ser aprobado por sus juntas generales. En el caso de las combinaciones de negocios como la que nos ocupa, los activos y pasivos de la sociedad absorbida quedarán registrados a su valor de mercado.

Dicho balance deberá ser verificado por el auditor de cuentas en virtud de lo establecido en el artículo 44 del Real Decreto. El mismo precepto prevé dos excepciones a la verificación que son (i) la utilización de informe semestral de las sociedades intervinientes en la fusión (Oceanship), (ii) y en aquellos casos en los que no sea preceptiva la aprobación de la operación de fusión por parte de la Junta General.

Asimismo, es preceptivo que los administradores elaboren un **informe sobre el proyecto de fusión**, dirigido a los socios y trabajadores. Este informe debe contener los aspectos jurídicos y económicos de la modificación estructural, así como las consecuencias que va a tener tanto a los trabajadores como a la actividad comercial de la empresa. Al igual que el proyecto de fusión, este informe cuenta con un contenido mínimo establecido legalmente (arts. 12, 43 RD 5/2023).

Como ya se ha mencionado anteriormente, los representantes de los trabajadores podrán presentar cuantas alegaciones y observaciones consideren oportunas sobre el proyecto de fusión, siempre y cuando sean efectuadas en los cinco días hábiles anteriores a la celebración de la Junta que tenga por objeto la aprobación del acuerdo de fusión.

Finalmente, será necesaria la validación del proyecto por parte de un experto independiente, cuya labor de designación corresponde a los registradores mercantiles, siempre y cuando una de las sociedades intervinientes sea una sociedad anónima. Estrella del Mar es una sociedad anónima por lo que será preceptivo en este caso la redacción del informe.

Por imperativo legal, el mencionado informe deberá estar actualizado al momento de la celebración de la Junta General en la que se aprueba la modificación estructural.

#### B) Aprobación del acuerdo de fusión

La aprobación de la fusión con carácter general es una competencia atribuida a la Junta

General, en virtud de lo dispuesto en los artículos 8.1 y 4.7 del RD/2023 Y 160 g) de la LSC. Sin embargo, el artículo 53 de este real decreto recoge ciertas excepciones a esta obligación, las cuales no son aplicables a nuestro caso.

Para la aprobación del acuerdo, cada sociedad deberá cumplir con los requisitos de quórum<sup>18</sup> y las formalidades previstas en la LSC para la adopción de acuerdos de esta naturaleza. No obstante, un aspecto común a todas las sociedades es la obligación de los administradores de publicar en la página web, si esta existe, documentos como las cuentas anuales, los informes de gestión, el balance de fusión de cada sociedad, los estatutos sociales vigentes, el informe de los administradores y el informe del experto independiente.

Respecto al régimen de mayorías, el Real decreto permite elevar el quórum fijado por *default* en la norma, con un límite máximo del 90 por ciento de los derechos de voto que correspondan al capital social presente o representado en el capital social. Si se aprueba finalmente, obtenemos lo que se conoce como el **acuerdo de fusión**, cuyo contenido se encuentra recogido en el artículo 228 del Reglamento del Registro Mercantil.

Una vez formalizado el acuerdo, su contenido deberá ser comunicado tanto a los socios como a los acreedores. Para ello, el acuerdo se publicará en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME) y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia o provincias donde operen las sociedades participantes. No obstante, este requisito será innecesario si se opta por notificar individualmente a cada socio y acreedor mediante un procedimiento que garantice la recepción de la comunicación.

### C) Ejecución de la fusión

Entramos en la fase final del procedimiento de fusión. En esta etapa, es fundamental destacar que el acuerdo adoptado por la Junta General debe ser formalizado mediante escritura pública e inscrito posteriormente en el Registro Mercantil<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Artículo 194 y 201 LSC para Sociedades anónimas y 199 y 8.5 del Real-Decreto ley 5/para sociedades de responsabilidad limitada.

<sup>19</sup> Artículo 230 del Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

Para llevar a cabo la inscripción, el Registro Mercantil correspondiente verificará el cumplimiento de todas las exigencias y trámites establecidos en la normativa aplicable. Finalmente, una vez realizada la inscripción, se procederá a la cancelación de los asientos registrales de las sociedades extinguidas.

### **3.6. El pacto parasocial de la Familia Machado y la Familia Azcona.**

La totalidad del capital social de Estrella del Mar se encuentra en manos de dos familias: por un lado, la Familia Machado, que posee el 88% de las acciones, y por otro la familia Azcona, que controla el 12%. Pues, ambos accionistas firmaron en 1987 un pacto por el cual toda decisión relacionada con la adopción de una modificación estructural debía ser aprobada por el accionista minoritario, esto es, la familia Azcona.

El presente conflicto ha surgido a raíz de la aprobación, en la Junta General de accionistas, de un acuerdo de fusión sin la participación de la Familia Azcona. Esta última justificó su ausencia manifestando su rotunda disconformidad con la fusión, postura que ya había expresado en reiteradas ocasiones. Ante esta situación, la familia Azcona ha anunciado que emprenderá acciones legales contra la aprobación de dicho acuerdo, reclamando, entre otras cuestiones: (i) la anulación del acuerdo de fusión por incumplir el pacto parasocial que exige su aprobación para decisiones de esta naturaleza, y (ii) una indemnización por los daños y perjuicios ocasionados.

El pacto firmado entre ambas familias en 1987 es conocido en la práctica mercantil como un pacto parasocial. Los pactos parasociales son aquellos convenios celebrados entre alguno o todos los socios de una sociedad con el fin de regular las relaciones internas que rijan entre ellos. Por lo tanto, son pactos entre socios al margen de la sociedad que pueden regular materias de diversa índole como pueden ser los derechos de adquisición preferente, cláusulas de arrastre o acompañamiento, y, como en el presente caso, pactos sobre la aprobación de modificaciones estructurales.

Este tipo de acuerdos son utilizados recurrentemente por los socios de cualquier sociedad, siempre teniendo en cuenta que su contenido debe respetar los límites previstos en el

artículo 1255 CC, que son la Ley, la moral y el orden público. Otra cuestión relevante es la oponibilidad que tienen estos frente a terceros. En el ámbito mercantil, el debate quedó zanjado con el artículo 29 LSC, en cuya virtud los pactos reservados no son oponibles a la sociedad, si bien existen excepciones a dicha afirmación como en los casos que el contenido del pacto se incorpore a los estatutos de la sociedad.

En cuantas las pretensiones que pretende ejercitar la familia Azcona, consideramos que lo lógico es darles un tratamiento diferenciado. En primer lugar, nos centraremos en la pretensión de instar la anulación del acuerdo.

La aprobación del acuerdo de fusión es competencia de la Junta General en virtud de lo dispuesto en el artículo 160 g) de la LSC. Por lo tanto, para que se pudiera anular el acuerdo de fusión sería necesario que el pacto parasocial fuera oponible a toda la sociedad. Hemos citado anteriormente el artículo 29 LSC, que adquiere especial relevancia en este caso toda vez que nos aclara que el pacto firmado entre ambas familias solamente tiene vinculación *inter partes*.

Es controvertido en la jurisprudencia si la inoponibilidad de los pactos parasociales, tiene como excepción los acuerdos omnilaterales, es decir, aquellos adoptados por unanimidad de todos los socios. Esta cuestión ha sido abordada por el Tribunal Supremo en su Sentencia de 7 de abril de 2022, que establece que la regla general es la inoponibilidad de los pactos parasociales, incluso si son de carácter omnilateral, salvo en casos de flagrante abuso de derecho.

Además, debe destacarse que la jurisprudencia ya ha resuelto casos similares al presente, en los que acuerdos adoptados por órganos sociales han contravenido lo estipulado en pactos parasociales. Los tribunales han sido claros al señalar que la vulneración de un pacto parasocial, por sí sola, no basta para declarar nulo un acuerdo social. Para que la impugnación prospere, es imprescindible que el acuerdo también vulnere la ley, los estatutos sociales o cause una lesión que beneficie injustamente a uno o varios socios o a terceros, en perjuicio de los intereses de la sociedad.

La fundamentación jurídica de la familia Azcona se basa no solamente en la vulneración

del pacto parasocial, sino también en la concurrencia de un conflicto de interés por un consejero de Oceanship, así como que la operación carece de una justificación económica.

En relación con el conflicto de interés que pudiera afectar al consejero dominical, resulta aplicable lo dispuesto en el artículo 228 de la LSC. Este precepto establece que cualquier persona que se encuentre en una situación de conflicto de intereses debe abstenerse de participar tanto en la deliberación como en la votación de acuerdos o decisiones del órgano correspondiente.

En este sentido, es importante señalar que la carga de la prueba respecto a la existencia de dicho conflicto recaería sobre la Familia Azcona, quien deberá demostrar de manera suficiente que el conflicto existe y que podría haber influido en la actuación del consejero en cuestión.

Bajo mi punto de vista, no considero que la acción de anulación vaya a prosperar, pero no por los motivos previamente expuestos, que hay márgenes para la argumentación jurídica, sino por el sinsentido del contenido del pacto de socios.

El pacto establece que, para aprobar cualquier modificación estructural en Estrella del Mar, será necesaria la aprobación por parte de la familia Azcona, propietaria del 12% del capital social. Sin embargo, el problema está en que el resto del capital pertenece a un único socio, que es la familia Machado con un 88%.

Esto significa que cualquier decisión sobre modificaciones estructurales requiere la unanimidad del capital social, ya que el régimen de mayorías establecidos en la LSC para la adopción de este tipo de acuerdos es mucho mayor que el mencionado 12%. En consecuencia, no sería posible adoptar este tipo de acuerdos sin el consentimiento de ambos socios, lo que choca frontalmente con los artículos 200.1 LSC y 8.6 del Real Decreto-Ley 5/2023.

Ambos preceptos recogen la prohibición de establecer la unanimidad como requisito para la adopción de acuerdos en la Junta General. Tal y como se ha explicado anteriormente, la competencia para aprobar un acuerdo de fusión recae exclusivamente en la Junta General, por lo que no es posible imponer el requisito de la unanimidad, ni si quiera

mediante un pacto parasocial.

En este sentido se posiciona la Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava del 15 de diciembre de 2023, en un caso muy similar al nuestro, en el que se declara la nulidad de pleno derecho de un pacto parasocial que exigía la unanimidad en la sociedad para la adopción de acuerdos. Por todo ello, me temo que la pretensión de declarar la nulidad del acuerdo de fusión carece de recorrido alguno en sede judicial, es más, opino que si se lleva por este cauce lo más probable es que el juez o tribunal que resuelva el caso acuerde la nulidad de pleno derecho del pacto parasocial, lo que también afectaría a la segunda pretensión relativa a la reclamación de indemnización por daños y perjuicios.

Si por alguna circunstancia el pacto parasocial es declarado válido y eficaz, aprecio que la pretensión de la indemnización por daños y perjuicios tendrías más vicios de prosperar que la primera. Esto es así porque al fin y al cabo el pacto parasocial tiene eficacia inter partes, por lo que es de obligatorio cumplimiento para quien lo suscribe.

En definitiva, resulta evidente que el contenido de dicho pacto ha sido vulnerado, lo cual habilitaría al afectado para exigir una indemnización por daños y perjuicios, en virtud del artículo 1101 CC.

Ante la pregunta de si el planteamiento cambia en caso de que el acuerdo haya sido inscrito en el Registro Mercantil (en adelante, RM), la respuesta es afirmativa. Esto se debe a que, antes de la inscripción en el RM, rigen las normas generales sobre impugnación de acuerdos sociales, lo que permite cuestionar de manera individualizada cada uno de los acuerdos adoptados por los órganos sociales a lo largo del procedimiento. Sin embargo, una vez practicada la inscripción registral, deja de ser posible impugnar dichos acuerdos de forma separada, e incluso la propia fusión, salvo en los casos en que no se haya cumplido un requisito esencial o el procedimiento legalmente establecido.

#### **IV. IMPLEMENTACIÓN DE UN ESQUEMA DE SCRIIP DIVIDEND**

Tras haber sido implementada con éxito la fusión entre Estrella del Mar y Oceanship, el Consejo de administración ha solicitado nuestro asesoramiento para explorar nuevas vías de retribución a los accionistas. Actualmente están valorando la posibilidad de

implementar un sistema de retribución flexible o *scrip dividend*, cuyo propósito no es otro que atraer la atención de inversores institucionales.

Como sabemos, todo accionista tiene derecho a participar de las ganancias sociales de una sociedad (art. 93 LSC), y de hecho es uno de los principales motivos, por no decir el fundamental, por el que los inversores deciden invertir su capital en sociedades cotizadas. Pues, entre todas las modalidades existentes para hacer valer este derecho, la que más “tirón” esta teniendo sin duda en la práctica es el mecanismo de la retribución de dividendo flexible o *scrip dividend*.

Grosso modo, esta práctica consiste en otorgar la posibilidad al accionista de percibir el dinero, bien en efectivo, o bien mediante acciones de la propia sociedad. La dualidad en la retribución tiene su razón de ser en conseguir que los recursos de tesorería de la compañía no se vean reducidos, lo que les permite hacer un mayor acopio de liquidez.

Dicho esto, el *scrip dividend*, no se ajusta estrictamente al concepto de distribución de dividendos, más bien al de un aumento de capital con cargo a reservas (art. 303 LSC). Esto es así ya que mientras que el dividendo es un pago en efectivo que la empresa entrega a los accionistas, reduciendo su tesorería, el *scrip dividend* no conlleva salida de dinero. En lugar de efectivo, la empresa emite nuevas acciones, lo que supone un aumento en el capital social, pero en ningún caso cambia la cantidad de dinero disponible en la compañía. Por lo tanto, es más un ajuste contable entre las reservas y el capital social que otra cosa.

Habiendo aclarado este extremo relevante del *scrip dividend*, a continuación, se aporta una guía detallada del procedimiento y requisitos necesarios para su implantación.

#### **4.1. Características del Scrip Dividend.**

Como ya se ha anticipado anteriormente, el *scrip dividend* consiste en la posibilidad de participar en los beneficios de una sociedad cotizada, ya sea mediante la suscripción de acciones de nueva emisión, o mediante el cobro efectivo de la cantidad correspondiente. Cómo es lógico, ambas modalidades se van a aplicar en función del porcentaje de participación que ostenta el socio beneficiario.

El mecanismo va a consistir en que cada accionista va a recibir unos derechos de asignación gratuita, los cuales le van a dar la opción de optar ya sea por la recepción de dinero en efectivo, o bien por la recepción de más acciones del capital social.

En relación con la adquisición de estos derechos, la empresa lo que hace es adquirir los derechos de asignación gratuita de aquellos accionistas que prefieran acudir a la opción de recibir efectivo en lugar de nuevas acciones. Sin embargo, es importante tener en cuenta la prohibición legal prevista en el artículo 134 LSC, de la que empresa adquiera sus propias acciones, por lo que no podrá hacer uso de los derechos adquiridos. Por ello, el objetivo de dicha adquisición no es aumentar su participación en el capital social, sino garantizar que los accionistas reciban su dinero. Por lo tanto, una vez adquiridos, los anula o renuncia ellos asegurándose de que no se emitan acciones relacionadas con ese derecho.

Lo anterior respondería a las inquietudes formuladas por la familia Azcona -que se ha opuesto al esquema de *Scrip dividend* por considerar esencial el derecho del accionista a cobrar en efectivo-. Como se puede observar, el modelo planteado respeta completamente este derecho, ya que otorga la posibilidad a los accionistas de optar por la retribución en efectivo. No solo eso, sino que garantiza el cumplimiento de la retribución en efectivo con el compromiso de adquirir sus derechos de asignación gratuita.

A diferencia de la distribución de dividendos, que compete su aprobación a la Junta General de acuerdo con los artículos 160 y 253 de la LSC, en este caso compete a los propios accionistas en la medida que ellos deciden en que proporción reciben el dividendo o suscriben nuevas acciones.

En cuanto a su régimen jurídico, el *scrip dividend* carece de un sistema jurídico propio, pero teniendo en cuenta sus similitudes ya mencionadas con el aumento de capital con cargo a reservas (art. 303), y la distribución de dividendos (art. 275), le va a resultar de aplicación la combinación de ambas figuras.

#### **4.2. Aplicación práctica del Script Dividend.**

En primer lugar, toda instrumentación de retribución flexible debe comenzar atendiendo

al requerimiento realizado por el artículo 227 de la Ley de Mercado de Valores. Se trata de la obligación que tienen los emisores de valores o instrumentos financieros de comunicar a la CNMV toda información financiera o corporativa requerida legalmente tanto de si mismos como de los valores o instrumentos financieros que oferten.

#### **4.3. Finalidad y funcionamiento del aumento de capital.**

El siguiente paso es ofrecer a los accionistas una explicación detallada de cuál es la finalidad de la implementación del scrip dividend. Finalidad que podría ser expuesta de la siguiente forma:

*“La finalidad de la operación objeto del presente Documento Informativo es ofrecer a los accionistas de la Sociedad, en sustitución de lo que sería un dividendo a cuenta en efectivo, acciones liberadas con la posibilidad de monetizar de inmediato los derechos de asignación gratuita correspondientes a las mismas mediante su venta a la Sociedad a un precio prefijado”.*

Asimismo, sería recomendable explicar el funcionamiento que va a tener el *scrip dividend*., donde se suele prever la posibilidad de que el accionista pueda optar por la modalidad del efectivo o del aumento de acciones:

*“Por tanto, los accionistas de XXX podrán optar, a su libre elección, entre: a) No transmitir sus derechos de asignación gratuita. En tal caso, al final de cada periodo de negociación, el accionista recibirá el número de acciones nuevas que le correspondan totalmente liberadas. Tal y como se desarrolla en el apartado 5 siguiente, la asignación de acciones no estaría sujeta a retención. Y, b) Transmitir la totalidad o parte de sus derechos de asignación gratuita a XXX en virtud del compromiso de compra asumido por parte de XXX a un precio fijo garantizado”.*

#### **4.4. Calendario del Scrip Dividend**

El objetivo de este calendario consiste en fijar una serie de hitos clave que guíen este proceso de retribución. A continuación, aportamos de un caso muy similar al que se

pretende realizar, de sus hitos más importantes:

- Publicación del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción.
- “Publicación del anuncio oficial en el BORME, y última fecha de negociación con los derechos: este momento también es conocido como *last trading date*.”
- Comienzo del periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita y el plazo para solicitar la retribución en efectivo (*exdate*).
- Fecha de determinación por Ibercelar de las posiciones para la asignación de derechos de asignación gratuita (*record date*).
- Fin del plazo para solicitar retribución en efectivo.
- Fin del periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita. Adquisición por XXX de los derechos de asignación gratuita a los accionistas que hayan optado por recibir efectivo.
- Renuncia de XXX a todos los derechos de asignación gratuita de los que sea titular al final del periodo de negociación de los mismos.”
- Pago de efectivo a los accionistas que hayan solicitado retribución en efectivo.

#### **4.5. Número y naturaleza de las acciones a emitir.**

En este apartado incluye información relativa a las nuevas acciones que se van a ofrecer como alternativa al pago en efectivo. Normalmente se especifica el número de acciones, así como su valor nominal, tipo de emisión y representación de las acciones.