



FACULTAD DE DERECHO

ICADE

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

Autor: Jaime Goez Sanz

Tutor: José Carles Delgado

Madrid, diciembre de 2024

ÍNDICE

LISTADO DE DEFINICIONES	2
CASO PRÁCTICO TRABAJO DE FIN DE MÁSTER	4
1. PARTE 1: INTEGRACIÓN DE ANDALUSIA HARBORS, S.L. Y DIVISIÓN DE LA GESTIÓN DE PUERTOS DE ESTRELLA DEL MAR, S.A.	4
1.1. Potenciales consecuencias adversas y protección contractual en el contrato de compraventa del procedimiento sancionador de la CNMC	4
1.2. Propuesta de reorganización societaria.....	9
1.3. Alcance y consecuencias del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros, S.A., profesionales que deberían intervenir y valoración de los honorarios de los mismos	24
1.4. Asesoramiento sobre el compromiso de no competencia de 5 años de duración en la región del mediterráneo y sobre la notificación a la CNMC para obtener autorización previa	26
2. PARTE 2: TOMA DE PARTICIPACIÓN MINORITARIA (29,7%) POR PARTE DE ESTRELLA DE MAR, S.A. EN LA SOCIEDAD OCEANSHIP, S.A.	31
2.1. Posibilidad de articular la operación de compraventa sin la obligación de lanzar una OPA obligatoria. Consecuencias del programa de recompra de acciones de OceanShip, S.A.	32
2.2. Absorción de Estrella de Mar, S.A. por parte de OceanShips, S.A.	37
3. PARTE 3: IMPLEMENTACIÓN DEL PROGRAMA DE SCRIP DIVIDEND	50
3.1. Cuestiones previas.....	50
3.2. Funcionamiento del programa de Scrip Dividend	51
3.3. Naturaleza de las nuevas acciones	53
ANEXO 1.2.1: CALENDARIO DE SEGREGACIÓN.....	0
ANEXO 1.2.2: CALENDARIO DE FUSIÓN SIMPLIFICADA	0
BIBLIOGRAFÍA.....	0
DOCTRINA	0
LEGISLACIÓN.....	2
JURISPRUDENCIA	3

LISTADO DE DEFINICIONES

Andalusia Harbours	Significa Andalusia Harbours, S.L.
BORME	Significa Boletín Oficial del Registro Mercantil.
CNMC	Significa Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia
CNMV	Significa Comisión Nacional del Mercado de Valores.
Código Civil	Significa Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.
Código de Comercio	Significa Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica del Código de Comercio.
Comunicación 2005/C56/03	Significa Comunicación de la Comisión sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin.
Estrella del Mar	Significa Estrella del Mar, S.A.
Estrella Gestión Puertos	Significa Estrella Gestión Puertos, S.L.U.
Estrella Marruecos	Significa Estrella Marruecos, S.L.U.
Estrella Mercancías	Significa Estrella Mercancías, S.L.U.
ITPAJD	Significa Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.
Ley de Defensa de la Competencia	Significa Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.
Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión o LMVSI	Significa Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

Ley de Modificaciones Estructurales	Significa 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.
Ley de Sociedades de Capital	Significa Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
Ley del Impuesto sobre Sociedades	Significa Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.
OceanShips	Significa OceanShips, S.A.
OPA	Significa Oferta Pública de Adquisición.
Reglamento de Abuso de Mercado	Significa Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado.
Reglamento de OPAs	Significa Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
Reglamento Europeo de Concentraciones	Significa Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas.
TFUE	Significa Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

CASO PRÁCTICO TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

1. PARTE 1: INTEGRACIÓN DE ANDALUSIA HARBORS, S.L. Y DIVISIÓN DE LA GESTIÓN DE PUERTOS DE ESTRELLA DEL MAR, S.A.

1.1. Potenciales consecuencias adversas y protección contractual en el contrato de compraventa del procedimiento sancionador de la CNMC

Tal y como se ha analizado en el proceso de *Due Diligence*, se observa que el jefe de división de Estrella del Mar, S.A. (en adelante, “**Estrella del Mar**”) mantuvo reuniones en numerosas ocasiones con otros jefes de división de compañías concurrentes, con el objetivo de repartirse las subastas a las que acudir y maximizar los retornos económicos.

De esta manera, parece que nos encontramos ante un acuerdo horizontal, ya que se trata de un acuerdo entre empresas competidoras entre sí¹. La normativa en derecho de competencia considera que esta clase de acuerdos es la más perjudicial para el mercado y la competencia ya que, de esta manera, se limita la rivalidad entre ellas, siendo esto lo que hace que se ofrezcan mejores productos y servicios a un mejor precio².

En concreto, parece que nos encontramos ante un cártel, que, según el Real Decreto-Ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores se define de la siguiente manera: “*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 reparto de mercados y clientes, incluidas las colusiones en licitaciones, las restricciones de las importaciones o exportaciones o las medidas contra otros competidores contrarias a la competencia*”.

En definitiva, esta conducta se enmarca dentro del artículo 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (en adelante, “**Ley de Defensa de la Competencia**”), cuya

¹ Sala Arquer, J., Folguera Crespo, J., Massaguer Fuentes, J., & Gutiérrez, A. (2015). *Comentario a la Ley de Defensa de la Competencia y a los preceptos sobre organización y procedimientos de la ley de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia*. Thomson Reuters.

² Sala Arquer, J., Folguera Crespo, J., Massaguer Fuentes, J., & Gutiérrez, A. (2015). *Comentario a la Ley de Defensa de la Competencia y a los preceptos sobre organización y procedimientos de la ley de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia*. Thomson Reuters.

redacción es prácticamente idéntica a la del artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en adelante, “TFUE”), que prohíbe lo que se conoce como conductas colusorias.

Dado que no es pertinente en el presente informe analizar si nos encontramos efectivamente o no ante este tipo de práctica, conviene analizar, por su impacto en la operación, el régimen sancionador aplicable a estas conductas.

Por otro lado, debemos analizar la extensión de la responsabilidad desde Estrella del Mar (matriz) hacia Estrella Gestión Puertos (filial), ya que es la sociedad que realmente nos interesa que tengamos las posibles contingencias, ya que será la adquirida.

En este sentido, la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 6 de octubre de 2021 (Asunto C-882/19), permite extender la responsabilidad de la matriz hacia sus filiales de forma solidaria, siempre que se consideren una unidad económica. Es decir, que existan vínculos económicos, organizativos y jurídicos entre ambas sociedades.

Además, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea considera que el artículo 71.2 de la Ley de Defensa de la Competencia debe interpretarse de manera amplia, de conformidad con el derecho de la Unión Europea, de manera que permita también exigir la responsabilidad de manera descendente, y no solo ascendente.

En este sentido, el artículo 62.4 de la Ley de Defensa de la Competencia define como infracción muy grave el desarrollo de las conductas tipificadas en el artículo 1 de la Ley de Defensa de la Competencia y en el artículo 101 del TFUE, tal y como se observa en la Resolución de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia de 19 de julio de 2023, *Licitaciones Materia Militar* con una conducta muy similar a la que encontramos en este supuesto.

Por su parte, el artículo 63.1 de la Ley de Defensa de la Competencia establece que, para las infracciones muy graves, se podrán imponer multas de hasta el 10% del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de la imposición de la multa. No obstante, el apartado 3 establece que, en caso de que no sea posible determinar el volumen de negocios, la sanción será de multa de más de 10.000.000€.

De esta manera, una vez analizada la posible sanción derivada de dicho procedimiento sancionador, conviene ahora determinar cuál sería la protección contractual de la contingencia.

Antes de entrar en cuál sería la protección ideal en este caso concreto, conviene analizar la utilidad del proceso de *Due Diligence* en una operación como la presente, plasmado esencialmente en cinco elementos³:

- (i) Toma de decisión: tras la redacción del informe, se debe tomar la decisión de si continuar o no con la operación, o realizar la operación con una estructura diferente.
- (ii) Impacto en el precio de adquisición: este impacto se puede plasmar de dos maneras:
 - a. Disminución en el precio de compra en el caso de que existan riesgos que el comprador no quiera asumir de ninguna manera y la materialización de dicho riesgo es cierta.
 - b. Precio contingente: se pacta en los casos en los que existen riesgos que el comprador no quiere asumir, que, a pesar de que son probables, no son una certeza. De esta manera, se aplaza el pago de una parte del precio de manera que, el vendedor solo recibirá la totalidad del precio en el caso de que no se produzca el evento dañoso. Por lo general, la parte del precio que ha sido aplazada suele ser coincidente con la estimación de la contingencia identificada. También tiene uso cuando, a pesar de que el acontecimiento del riesgo es cierto, se desconoce la cuantía asociada a tal riesgo.
- (iii) Manifestaciones y garantías (*Representations & Warranties*)⁴: tras el informe, el vendedor realiza una serie de manifestaciones sobre la sociedad y asume la responsabilidad de que dichas manifestaciones no sean veraces (normalmente una indemnización, aunque en el caso de que se considere esencial, se podría facultar al comprador para la resolución del contrato). Básicamente, estas manifestaciones y garantías son un medio para asegurar el marco de asunción de riesgos por las partes.
- (iv) Cláusulas indemnizatorias (*specific indemnity*): se trata de una alternativa al precio contingente, de manera que, en el caso de que aparezcan riesgos de probabilidad razonable, pero sin ser certeza, se puede plantear el uso de este tipo de cláusulas. En resumen, consiste en que el vendedor deberá mantener indemne al comprador por los daños sufridos por el riesgo. También pueden plantearse en este caso cuando

³ Acosta Álvarez, T. (2024). La due diligence legal previa a la adquisición de empresa. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

⁴ Gómez Pomar, F., & Gili Saldaña, M. (2024). Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (4ª Edición)*. LaLey

se conoce de la certeza de un riesgo, pero se desconoce el importe al que puede ascender el daño.

- (v) Obligaciones del periodo interino y condiciones suspensivas (*covenants y condition precedents*): es una práctica común que la compraventa de empresas no se realice en un único acto, sino que se consuma cuando acontecen unos determinados hechos, estando, sin embargo, perfeccionada desde la fecha de firma. De esta manera, se pueden pactar, o bien obligaciones a realizar por parte del vendedor de realizar una determinada conducta con el objetivo de mitigar el daño, o bien hacer depender la consumación del acaecimiento de un hecho que no dependa de la voluntad de las partes. En ocasiones, las obligaciones del periodo interino se pactan como condiciones suspensivas.

Una vez hemos observado cuales son las alternativas posibles como protección ante la presente contingencia, parece que la elección de cualquiera de las alternativas dependerá de la gravedad o la importancia que el riesgo tenga para la operación.

Es decir, en el caso de que las consecuencias derivadas del riesgo fuesen consideradas esenciales para la realización de la operación, es posible reconsiderar la estructura de la operación o sujetar la consumación de esta a una condición suspensiva. Sin embargo, considero que son medidas un tanto drásticas para la presente contingencia, dado que la consecuencia sería el pago de una multa. En el caso de que la consecuencia fuese la retirada de las licitaciones, sí que considero que serían las protecciones adecuadas dado que se trata de lo que realmente tiene valor para la operación, pero siendo una multa económica, no considero que sean correctas.

Además, aunque es posible que considerar la alternativa de comprar únicamente los activos relacionados con la gestión de puertos y, así, poder evitar estas contingencias. Sin embargo, en este caso, no se alcanzaría el objetivo principal de integrar ambas sociedades, por lo que no es interesante.

Por otro lado, en cuanto a las posibles manifestaciones y garantías, no es lo normal incluir una contingencia de este estilo en un listado de manifestaciones y garantías. Como he dicho, las manifestaciones y garantías sirven para que el vendedor declare cual es el estado de la compañía en el momento en el que se transmite esta, por lo que realmente no sirven como protección ante determinadas contingencias.

En definitiva, las mejores alternativas serían el impacto en el precio y la indemnización específica. En el primero de los casos, es cierto que, como todavía no es totalmente cierto el acaecimiento del riesgo, no tendrá un impacto directo en el precio, sino que se pactaría una parte mediante precio contingente, de manera que solo recibirá el vendedor la totalidad del precio en el caso de que no se produzca el evento dañoso.

Por otro lado, también sería recomendable, como alternativa a lo anterior, pactar una indemnización específica, de manera que se pacte que, en el caso de que acontezca el riesgo, se mantendrá indemne al comprador de las consecuencias de este. Considero que esta sería la solución más adecuada a la presente contingencia por las características que esta tiene dado que ni es cierta, ni conocemos el importe al que ascendería.

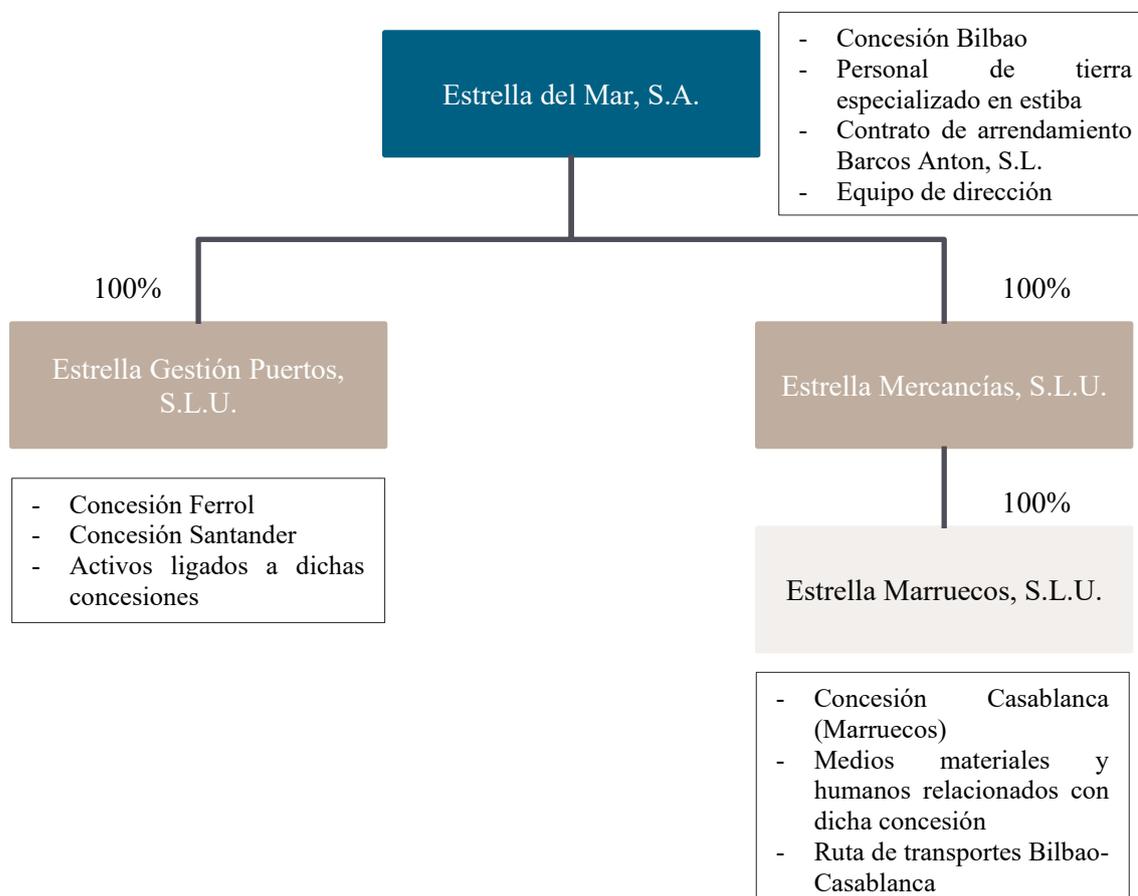
Por último, y pese a no ser algo común en este tipo de procedimientos, conviene hacer mención de una posible sanción consistente en una prohibición de contratar con la administración pública por parte de Andalusia Harbors, S.L. (en adelante, “**Andalusia Harbors**”). En este caso, la contingencia sería mucho mayor y sí que podría establecer una condición suspensiva para evitar dicho riesgo, en tanto se trata de una contingencia bastante grave.

No obstante, en el caso de que, aun existiendo ese riesgo se desee realizar la integración de ambas sociedades, el remedio más fácil sería suspender la integración de ambas sociedades hasta el momento en el que se conozca el resultado de la inspección, es decir, que a pesar de haber sido adquirida la sociedad, no se produzca la fusión entre ambas hasta que no se conozca la sanción de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (en adelante, “**CNMC**”).

Con esto, no se extendería la prohibición de contratar con la administración pública hacia Estrella del Mar y podrían seguir licitando en contratos con la administración pública.

1.2. Propuesta de reorganización societaria

Con anterioridad a la propuesta de reorganización societaria, podemos observar que la estructura societaria de la sociedad es la siguiente:



La exigencia de que, en ningún caso, se lleven a cabo compraventas intragrupo, nos lleva a que una solución posible a la reorganización societaria sea la utilización de modificaciones estructurales que permitan que la totalidad de la actividad objeto de adquisición sea controlada por Estrella Gestión Puertos, S.L.U. (en adelante, “**Estrella Gestión Puertos**”).

De esta manera, en el 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 (en adelante, “**Ley de Modificaciones Estructurales**”),

encontramos los distintos tipos de modificaciones estructurales, que son: (i) la fusión, (ii) la escisión (total, parcial o segregación), y (iii) la cesión global de activo y pasivo.

En primer lugar, la fusión es aquella operación por la que dos o más sociedades mercantiles integran sus activos y pasivos en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante⁵.

En segundo lugar, la escisión⁶ se divide en:

- (i) Escisión total: es una modificación estructural por la que se extingue una sociedad, con división de todo su patrimonio en dos o más partes, cada una de las cuales se transmite en bloque por sucesión universal a una sociedad de nueva creación o es absorbida por una sociedad ya existente, recibiendo los socios un número de acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde. También podrán los socios recibir, además, una compensación en dinero que no exceda del 10% del valor nominal de las acciones, participaciones o del valor contable de las cuotas atribuidas.
- (ii) Escisión parcial: 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 de nueva creación o ya existentes, recibiendo los socios de la sociedad que se escinde un número de acciones, participaciones o cuotas sociales de las sociedades beneficiarias de la escisión proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde. También en este caso podrán los socios recibir, además, una compensación en dinero que no exceda del 10% del valor nominal de las acciones, participaciones o del valor contable de las cuotas atribuidas.
- (iii) Segregación: es la operación por la que se traspase en bloque por sucesión universal 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 (y no sus socios) acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias.

⁵ Vives Ruiz, F. (2022). Las Modificaciones Estructurales de las Sociedades. En *Derecho de Sociedades*.

⁶ Vives Ruiz, F. (2022). Las Modificaciones Estructurales de las Sociedades. En *Derecho de Sociedades*.

Por otro lado, la cesión global de activo y pasivo es una modificación estructural en virtud de la cual una sociedad transmite la totalidad de su patrimonio, en bloque y por sucesión universal, a uno o varios socios o a terceros, a cambio de una contraprestación que no podrá consistir en acciones, participaciones o cuotas de socio del cesionario⁷.

Como punto de partida, podríamos descartar la cesión global de activo y pasivo por dos razones principales. La primera de ellas es que la contraprestación no puede consistir en acciones, participaciones o cuotas de socio del cesionario, lo que implica que, en el presente caso, consistirá en una contraprestación en metálico. Por lo tanto, esto supondría, básicamente, una compraventa intragrupo que quiere ser evitada por parte del vendedor. Por otro lado, el procedimiento es muy largo, ya que no existen procedimientos abreviados para situaciones especiales de cesión global de activo y pasivo.

Además, en el caso de la cesión global de activo y pasivo, no se puede beneficiar del régimen de neutralidad fiscal del que sí que se aprovechan la fusión y la escisión, por lo que sería la propia sociedad la que tendría que soportar la carga fiscal de la operación mientras que, en otro caso, la tributación sería diferida al momento de la transmisión posterior.

En cuanto a la escisión y la fusión, no serán sustitutivas, si no que se complementarán para poder reestructurar el grupo de la manera que quiere Atlas Capital, por lo que se establecerán una serie de pasos para que el negocio que se quiere adquirir acabe en Estrella Gestión Puertos.

No obstante, antes de entrar en los pasos, conviene determinar la cobertura que tendrá en el contrato de compraventa. De esta manera, dado que la reorganización se quiere llevar a cabo entre la firma y el cierre de la operación, inevitablemente será una obligación en el periodo interino y una condición suspensiva, de manera que, para que la operación pueda ser consumada, será necesario que sea Estrella Gestión Puertos quien controle toda la actividad objeto de adquisición.

Por otro lado, a pesar de que dividiré la reestructuración en dos pasos, la realidad es que son actuaciones simultáneas, y no es necesario esperar a que suceda una para que se pueda empezar a la siguiente. La división en dos pasos es, simplemente, a efectos aclaratorios.

⁷ Vives Ruiz, F. (2022). Las Modificaciones Estructurales de las Sociedades. En *Derecho de Sociedades*.

1.2.1. Paso 1 – Segregación de Estrella del Mar en favor de Estrella Gestión Puertos

Antes de entrar a analizar cuál es el procedimiento para que se produzca la segregación, conviene justificar porque es una segregación y no cualquiera de las otras alternativas con las que nos encontramos.

La principal justificación está en la contraprestación recibida por la sociedad segregada. De esta manera, en la segregación, la contraprestación que la sociedad beneficiaria entrega a la sociedad segregada consiste en acciones o participaciones (participaciones en este caso) que recibe la propia sociedad segregada. En cambio, en el caso de la escisión, son los socios de la sociedad escindida los que recibirían dichas participaciones de la sociedad beneficiaria.

Es decir, nos interesa la segregación por evitar cambiar la estructura de capital del grupo, de manera que siga siendo Estrella del Mar el socio único de Estrella Gestión Puertos, pues sería Estrella del Mar, y no sus socios, quien recibiría las participaciones de Estrella Gestión Puertos.

Una vez analizada la preferencia de la segregación en comparación con la escisión, conviene analizar la preferencia frente a la fusión. Más que analizar la preferencia, consiste en descartar la fusión, ya que no interesa de ninguna manera que, aunque la fusión inversa sea también simplificada, se concentre toda la actividad de Estrella del Mar en Estrella Gestión Puertos. Es decir, lo que interesa para la presente operación, es la división de gestión de puertos, y no el resto de las divisiones de Estrella del Mar, objetivo que, en este caso, solo se conseguiría con la segregación.

Hay que destacar también, que la segregación en favor de una sociedad íntegramente participada tiene una simplificación por establecerlo así el artículo 71.2 de la Ley de Modificaciones Estructurales, que establece que, en este caso, no será necesario:

- (i) El informe de los administradores sobre el Proyecto de Segregación.
- (ii) El informe de experto independiente.

Además, en el presente caso, por aplicación del régimen simplificado de la fusión, por remisión del artículo 63 de la Ley de Modificaciones Estructurales al artículo 53 de la Ley de Modificaciones Estructurales, se podrá prescindir de la celebración de junta general de la sociedad segregada y de la aprobación del balance de segregación. No obstante, es importante tener en cuenta que es posible que, en atención al artículo 160.1.f) del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “**Ley de Sociedades de Capital**”), la unidad económica segregada puede constituir un activo esencial y, por lo tanto, será necesaria la autorización de la transmisión.

Aun así, en la práctica del mercado muchas sociedades celebran siempre una junta general de las sociedades participantes, dado que algunos registros lo han venido exigiendo. Así, en el caso de que se celebra la junta y el acuerdo de segregación se adopta por unanimidad en junta universal (la de Estrella del Mar), o por acuerdo de socio único (el de Estrella Gestión Puertos), no será necesario, por así permitirlo el artículo 9 de la Ley de Modificaciones Estructurales:

- (i) La sección para socios del informe de administradores (que en este caso no sería necesario por lo mencionado anteriormente).
- (ii) La inserción en la página web, o, si la sociedad no tiene página web, el depósito en el Registro Mercantil del Proyecto de Segregación y del anuncio informando a socios, acreedores y representantes de los trabajadores sobre la posibilidad de presentar observaciones al Proyecto de Segregación al menos 5 días antes de la celebración de la junta de aprobación de la segregación (es importante tener en cuenta que no se pueden restringir los derechos de información de los trabajadores).

En cuanto al calendario, por hacerlo más intuitivo, se incluirá una tabla como **Anexo 1.2.1** donde se incluirán las principales actuaciones y el tiempo estimado que se necesitará para cada una de ellas. No obstante, conviene analizar cuáles son los documentos a preparar las actuaciones a llevar a cabo.

Antes de entrar con el proyecto común de segregación, conviene analiza la cuestión relativa al balance de segregación de cada una de las sociedades que participan en la segregación. Por lo general, se podrá utilizar el último balance anual aprobado si está cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de segregación, es decir, si el proyecto se redacta antes del 30 de junio. En otro caso, se tendrá que elaborar un balance *ad hoc* con fecha posterior al primer día del tercer mes anterior a la fecha del proyecto de segregación. Es importante destacar que, en caso de que sea necesario auditar las cuentas, el balance realizado debe ser auditado también.

No obstante, en este caso, parece que podría prescindirse de elaborar un balance de segregación por lo recogido en el artículo 71.1 de la Ley de Modificaciones Estructurales, ya que el proyecto describirá la unidad productiva. Sin embargo, algunos registros vienen exigiendo el balance de segregación dado que el artículo 72.2 de la Ley de Modificaciones Estructurales no lo recoge expresamente y, por lo tanto, conviene realizar uno por precaución⁸.

⁸ Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España. (2023). *Criterios interpretativos del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España (CORPME) sobre algunas cuestiones de la nueva Ley de Modificaciones Estructurales*

Dicho esto, es importante tener en cuenta que, si no se celebra junta general, a pesar de que se debe realizar un balance de segregación, este no deberá ser, ni aprobado por la junta general o socio único, ni auditado por un auditor de cuentas.

En vista de lo anterior, conviene determinar definitivamente cuál es el contenido mínimo que debe contener, por lo tanto, el proyecto común de segregación, así como sus especialidades en determinados apartados:

- (i) La forma jurídica, razón social y domicilio social de las sociedades que participan en la segregación (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (ii) El calendario propuesto para la realización de la segregación (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (iii) Derechos que vayan a otorgarse por la sociedad beneficiaria a titulares de derechos especiales o tenedores de títulos que no sean acciones, participaciones o, en su caso, cuotas, o las medidas propuestas que les afecten (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (iv) Las implicaciones de la segregación para los acreedores y, en su caso, toda garantía personal o real que se les ofrezca (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (v) Toda ventaja especial otorgada a los miembros de los órganos de administración, dirección, supervisión o control de las sociedades que participan en la segregación (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (vi) Las consecuencias probables de la operación para el empleo (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (vii) Los datos identificadores de la inscripción de las sociedades que participan en la segregación en el Registro Mercantil (artículos 64 y 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (viii) Modificaciones estatutarias o estatutos de las sociedades que participan en la segregación (artículos 64 y 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (ix) Incidencia de la segregación sobre aportaciones de industria o prestaciones accesorias en la sociedad segregada, y compensaciones previstas para los socios afectados en la sociedad beneficiaria (artículos 64 y 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).

- (x) Fecha de participación en las ganancias (artículos 64 y 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (xi) Fecha de efectos contables de la segregación (artículos 64 y 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (xii) Descripción detallada de los elementos del activo y del pasivo que han de transmitirse a la sociedad beneficiaria. Información sobre la valoración del patrimonio segregado (artículos 64 y 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (xiii) Fechas de las cuentas utilizadas para establecer las condiciones en las que se realiza la segregación (artículos 64 y 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (xiv) La atribución a los socios de la sociedad segregada de acciones, participaciones o cuotas en las sociedades beneficiarias, y el criterio en que se basa dicha atribución (artículo 64 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (xv) Descripción precisa del patrimonio de la sociedad segregada y su atribución a la sociedad beneficiaria o mantenimiento en la sociedad segregada, así como el tratamiento de activos y pasivos no atribuidos expresamente en el proyecto (artículo 64 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (xvi) La acreditación de encontrarse al corriente en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social, mediante la aportación de los correspondientes certificados (artículo 64 de la Ley de Modificaciones Estructurales). Lo normal es que estos certificados hayan sido solicitados con anterioridad a cualquier actuación, es decir, es la primera acción a llevar a cabo.

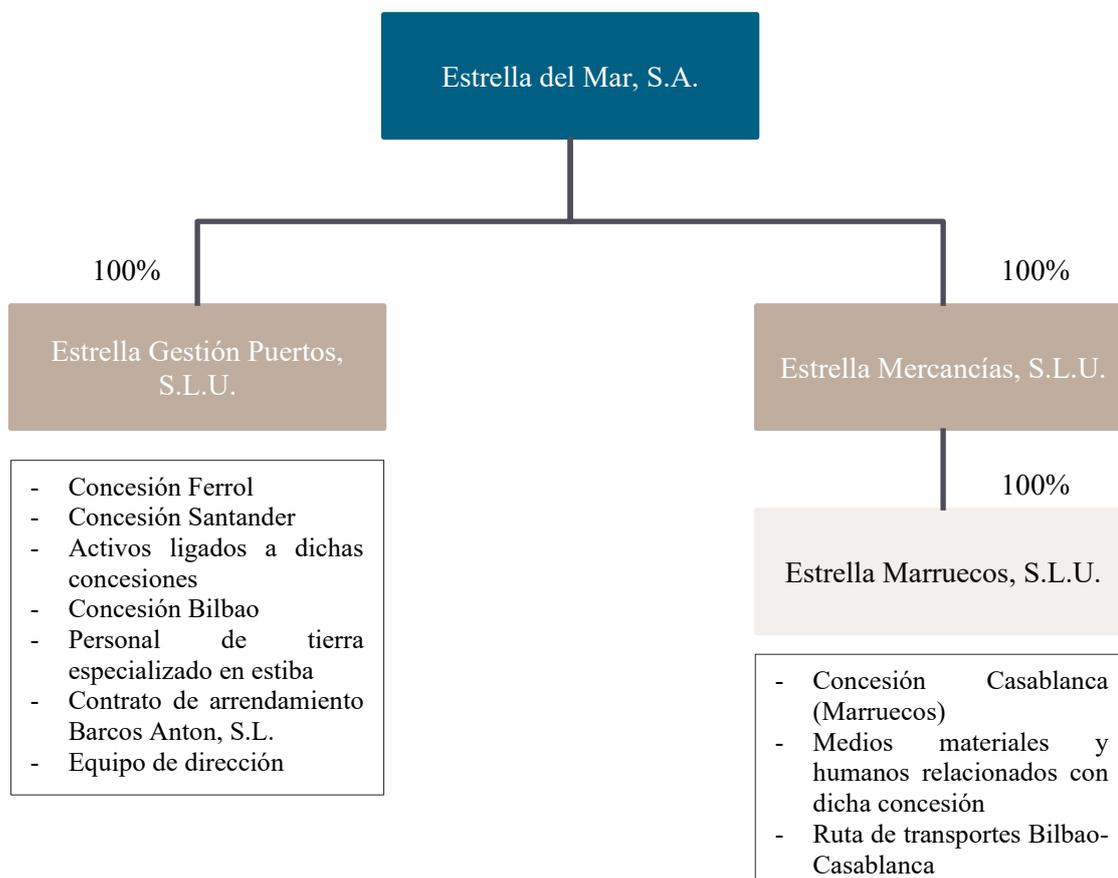
Una vez elaborado el proyecto de segregación, es necesario también un informe de los administradores que, a pesar de no ser necesario en atención al artículo 71.2 de la Ley de Modificaciones Estructurales, se pronuncie sobre la sección de los trabajadores, ya que no se puede restringir el derecho de información de los trabajadores. En este sentido, las menciones del informe, según el artículo 5.5 de la Ley de Modificaciones Estructurales, serán las siguientes:

- (i) Las consecuencias de la segregación para las relaciones laborales y, en su caso, medidas para preservar dichas relaciones.
- (ii) Cualquier cambio sustancial en las condiciones de empleo aplicables o en la ubicación en los centros de actividad.

- (iii) El modo en que los apartados (i) y (ii) anteriores afectan a las filiales de las sociedades que participan en la segregación.

Habiendo determinado esto, considero que sería repetitivo incluir todas y cada una de las actuaciones necesarias pues se incluyen en el calendario de actuaciones recogido en el **Anexo 1.2.1.**

Habiendo analizado el procedimiento de segregación, el organigrama tras este primer paso sería el siguiente:



1.2.2. Paso 2 – Fusión por absorción entre Estrella Gestión Puertos como sociedad absorbente y Estrella Mercancías, S.L.U. como sociedad absorbida

Con carácter previo a la explicación pertinente, conviene advertir que debe tratarse de una fusión solamente en el caso de que la única actividad de Estrella Mercancías, S.L.U. (en adelante, “**Estrella Mercancías**”) sea la tenencia de las participaciones de Estrella Marruecos, S.L.U. (en adelante, “**Estrella Marruecos**”). Es evidente que, en el caso de que en Estrella Mercancías haya activos separados de la actividad objeto de compraventa, no sería pertinente

realizar una fusión, sino una escisión parcial financiera. Es decir, considero que todos los activos de Estrella Marruecos sí que forman parte de la gestión portuaria, y que Estrella Mercancías simplemente se dedica a la tenencia de las participaciones de Estrella Marruecos.

Dicho esto, considero que se debe absorber a Estrella Mercancías y no a Estrella Marruecos porque, por cuestiones políticas (tal y como se menciona en el enunciado), conviene seguir teniendo una sociedad que reúna la actividad de la gestión portuaria de Marruecos separada del resto de la actividad.

La presente operación, constituiría lo que se conoce como fusión “gemelar”, es decir, una fusión entre dos sociedades íntegramente participadas por un mismo socio. Estas fusiones, por remisión del artículo 56 de la Ley de Modificaciones Estructurales, se asimilan a la absorción de una sociedad íntegramente participada, cuyo procedimiento está recogido en el artículo 53 de la Ley de Modificaciones Estructurales.

En este sentido, las especialidades de estas fusiones, según el artículo 53 de la Ley de Modificaciones Estructurales, son las siguientes:

- (i) No es necesaria la inclusión en el proyecto de fusión de los siguientes puntos:
 - a. El tipo de canje de las participaciones, la compensación complementaria en dinero que se hubiere previsto y, en su caso, el procedimiento de canje.
 - b. La fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas participaciones tendrán derecho a participar en las ganancias sociales y cualesquiera particularidades relativas a este derecho.
 - c. La información sobre la valoración del activo y pasivo del patrimonio de cada sociedad que se transmita a la sociedad absorbente.
 - d. Las fechas de las cuentas de las sociedades que se fusionan utilizadas para establecer las condiciones en que se realiza la fusión.
- (ii) El informe de los administradores, siendo siempre necesaria la sección del informe para los trabajadores.
- (iii) El informe de experto independiente.
- (iv) El aumento de capital de la sociedad absorbente.
- (v) La aprobación de la fusión por la junta general de la sociedad absorbida.

- (vi) Tampoco será necesaria la aprobación de la fusión por la junta general de la absorbente, siempre que se cumplan las exigencias del artículo 55 de la Ley de Modificaciones Estructurales. Esta exigencia consiste, básicamente, en publicar el proyecto por cada una de las sociedades que participan en la fusión con un anuncio, publicado en la página web de cada sociedad o, en caso de no existir, en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (en adelante, “**BORME**”) o en uno de los diarios de mayor difusión en la provincia en la que tenga su domicilio cada una de las sociedades, en el que se haga constar el derecho que corresponde a los socios de la sociedad absorbente y a los acreedores de las sociedades que participan en la fusión, a examinar en el domicilio social el proyecto común, las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos años, así como el resto de documentación a la que se hace referencia en el referido artículo

Por otro lado, dado que se trata de dos sociedades con un mismo socio único, no será necesario tampoco:

- (i) Elaborar la sección sobre el proyecto de fusión dirigido a los socios (manteniendo el informe dirigido a los trabajadores).
- (ii) La inserción en las páginas web de las sociedades participantes o el depósito en el Registro Mercantil del proyecto de fusión y el anuncio sobre el derecho de socios y trabajadores a hacer observaciones.

Igual que en el caso anterior, para resultar más gráfico, se incluirá el calendario aproximado para la fusión en el **Anexo 1.2.2**, donde se incluirán las principales actuaciones y los plazos estimados para cada una de ellas.

Conviene también hacer aquí referencia al balance de fusión, que, igual que en el caso anterior, se podrá utilizar el último balance anual aprobado si está cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión, es decir, si el proyecto se redacta antes del 30 de junio. En otro caso, se tendrá que elaborar un balance *ad hoc* con fecha posterior al primer día del tercer mes anterior a la fecha del proyecto de fusión. Es importante destacar que, en caso de que sea necesario auditar las cuentas, el balance realizado debe ser auditado también.

No obstante, en el caso de que no sea necesaria la celebración de juntas generales en las sociedades que participan en la fusión, el artículo 44 de la Ley de Modificaciones Estructurales, permite prescindir, tanto de la verificación por auditor de cuentas, como de la aprobación por la junta general. Realmente, la aprobación por junta no sería un problema en este caso dado que el socio único de ambas sociedades es Estrella del Mar.

De esta manera, el contenido mínimo del proyecto de fusión, es el siguiente:

- (i) Forma jurídica, razón y domicilio de las sociedades participantes (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (ii) Calendario indicativo de realización de la fusión (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (iii) Derechos que vayan a conferirse por la sociedad resultante a los socios que gocen de derechos especiales o a los tenedores de valores o títulos que no sean acciones, participaciones o, en su caso, cuotas, o las medidas propuestas que les afecten (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (iv) Implicaciones de la fusión para los acreedores y, en su caso, toda garantía personal o real que se les ofrezca (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (v) Toda ventaja especial otorgada a los miembros de órganos de administración, dirección, supervisión o control de las sociedades participantes en la fusión (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (vi) Las consecuencias probables de la operación para el empleo (artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (vii) Los datos identificadores de la inscripción de las sociedades participantes en el Registro Mercantil (artículo 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (viii) La incidencia que la fusión haya de tener sobre las aportaciones de industria o en las prestaciones accesorias en las sociedades que se extinguen y las compensaciones que vayan a otorgarse, en su caso, a los socios afectados en la sociedad absorbente (artículo 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (ix) Fecha a partir de la cual la fusión tendrá efectos contables (artículo 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).
- (x) La acreditación de encontrarse al corriente en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social, mediante la aportación de los correspondientes certificados, válidos y emitidos por el órgano competente. Lo normal es que estos certificados hayan sido solicitados con anterioridad a cualquier actuación, es decir, es la primera acción a llevar a cabo (artículo 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales).

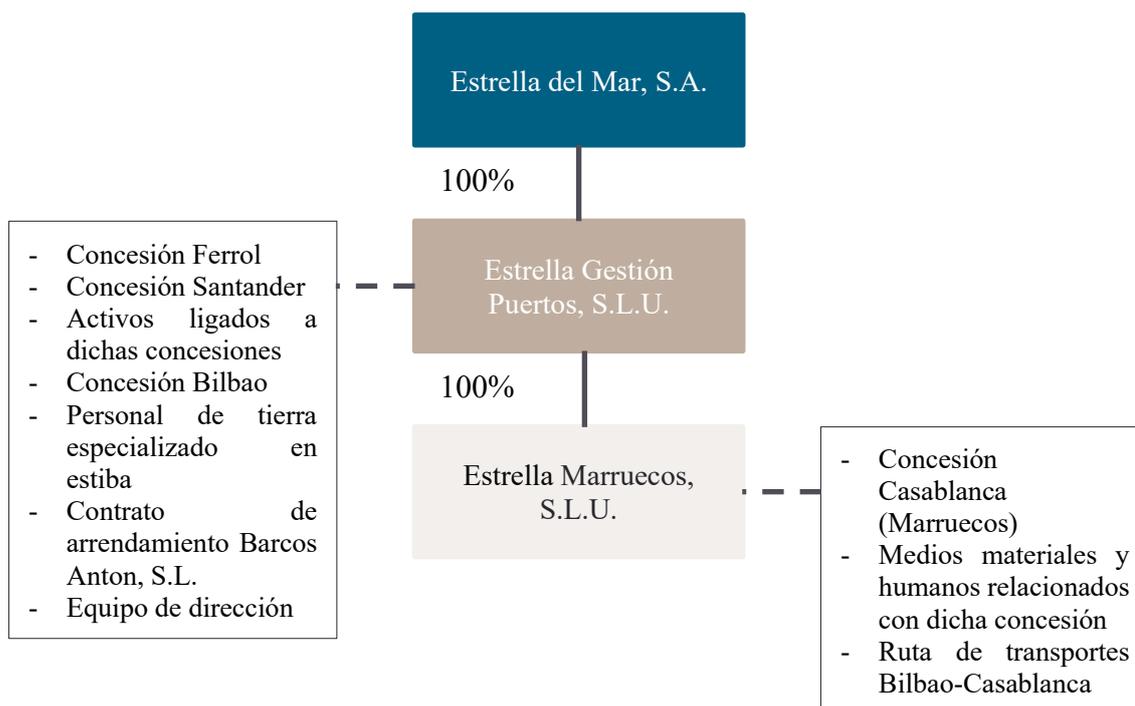
Igual que en el supuesto anterior, es necesario redactar un informe que se pronuncie sobre la sección de los trabajadores, ya que no se puede restringir el derecho de información de los

trabajadores. En este sentido, las menciones del informe, tal y como exige el artículo 5.5 de la Ley de Modificaciones Estructurales, serán las siguientes:

- (i) Las consecuencias de la segregación para las relaciones laborales y, en su caso, medidas para preservar dichas relaciones.
- (ii) Cualquier cambio sustancial en las condiciones de empleo aplicables o en la ubicación en los centros de actividad.
- (iii) El modo en que los apartados (i) y (ii) anteriores afectan a las filiales de las sociedades que participan en la segregación.

También en este caso, el resto de las actuaciones, junto con sus plazos se encuentran en el calendario indicativo recogido como **Anexo 1.2.2.**

En definitiva, tras este segundo paso, el organigrama sería el siguiente:



Como podemos observar, de esta manera, conseguimos que toda la actividad de gestión portuaria quede concentrada en Estrella Gestión Puertos, bien directamente, bien mediante su participación en Estrella Marruecos. Esto permitiría que, simplemente con la compra a Estrella de Mar de las participaciones de Estrella Gestión Puertos, se podrá transmitir la actividad objeto de compra.

1.2.3. Alternativas a las opciones planteadas

(i) Escisión parcial financiera⁹

La escisión parcial financiera, sin ser realmente nada distinto a una escisión parcial recogida en la Ley de Modificaciones Estructurales, tiene su definición el artículo 76.2 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, “**Ley del Impuesto sobre Sociedades**”).

Así, se entiende como escisión parcial financiera la operación por la cual una entidad segrega una parte de su patrimonio social, constituida por participaciones en el capital de otras entidades que confieran la mayoría del capital en estas, y las transmite en bloque a una o varias entidades de nueva creación o ya existentes, manteniendo en su patrimonio, al menos, participaciones de similares características en el capital de otra u otras entidades, recibiendo a cambio valores representativos del capital social de estas últimas, que deberán atribuirse a sus socios en proporción a sus respectivas participaciones, reduciendo el capital social y las reservas en la cuantía necesaria.

Esta operación se plantearía como alternativa al Paso 2, recogido en el apartado 1.2.2, ya que consistiría en segregar Estrella Mercancías, siendo las participaciones de Estrella Marruecos las participaciones escindidas.

Realmente, el resultado sería el mismo, ya que acabaría Estrella Marruecos siendo participada al 100% por Estrella Gestión Puertos, y se beneficiaría también del régimen fiscal, por lo que sería una cuestión de preferencia o, más bien, de la actividad que Estrella Mercancías realmente tenga. Esto es así puesto que, en un primer momento, hemos considerado que la única actividad era la tenencia de las participaciones de Estrella Marruecos, pero en el caso de que tenga alguna actividad más, evidentemente interesaría llevar a cabo una escisión parcial financiera.

En cuanto a los requisitos para su realización, calendario y actuaciones necesarias, simplemente remitirme al apartado de la segregación, con el objeto de no ser repetitivo en la explicación, puesto que el régimen societario sería el mismo.

⁹ López-Santacruz Montes, J., & Ortega Caraballo, E. (2023). Régimen fiscal. En *Memento Reorganización Empresarial*. Lefebvre-El Derecho

(ii) Aportaciones no dinerarias entre sociedades¹⁰

En cuanto a las aportaciones no dinerarias, encontramos distintos aspectos que nos hacen plantearnos acudir a esta alternativa. La primera cuestión es que, para aprovecharse del régimen fiscal de neutralidad mencionado anteriormente, es necesario que (i) la aportación sea una rama de actividad y que (ii) se reciban acciones o participaciones de la sociedad beneficiaria.

Esto nos hace ver que, no en todos los casos planteados ahora podemos afirmar que se trate de una rama de actividad, como podría ser aportar todas las participaciones de Estrella Mercancías, en cuyo caso seguirán las normas de valoración fiscal recogidas en el artículo 17 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, y, por lo tanto, tendrá efectos fiscales la operación. No obstante, precisamente en el caso de las participaciones, en la entidad transmitente sí que habrá un régimen beneficioso recogido en el artículo 21 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, pero sin llegar a la neutralidad del régimen fiscal especial.

Por otro lado, el hecho de tener que ampliar capital de la sociedad puede resultar algo no deseado a nivel societario. Por lo general, el nivel de capital social en una sociedad interesa que sea reducido, tanto por razones financieras que no son pertinentes de explicar aquí, como por razones de operativa de la sociedad. El artículo 363 de la Ley de Sociedades de Capital establece que es causa de disolución las pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, algo que, cuanto menor sea el capital social, más difícil será de que se cumpla.

Esto implicaría aumentar el capital social de Estrella Gestión Puertos en un importe muy elevado, aumentando ese riesgo que puede hacer de entrar en causa de disolución.

En el caso de querer que las aportaciones se hagan a la Cuenta 118 del Plan General de Contabilidad, o de otra manera, la tributación será normal, sin sujetarse a lo mencionado anteriormente. Esta cuestión deberá ser decisión final del cliente, pero no sería recomendable.

¹⁰ López-Santacruz Montes, J., & Ortega Caraballo, E. (2023). Régimen fiscal. En *Memento Reorganización Empresarial*. Lefebvre-El Derecho

Por ello, las razones expuestas en este apartado, considero que, realmente, la alternativa más fácil de llevar a cabo y de acogerse al régimen fiscal de neutralidad, es la expuesta como principal, pero pueden plantearse otras alternativas a dichas operaciones.

1.2.4. Régimen especial de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una Sociedad Europea o una Sociedad Cooperativa Europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea

Considero conveniente que, dado que he considerado las modificaciones estructurales como la operación más óptima para llevar a cabo la reestructuración societaria del grupo por su eficiencia fiscal, se incluya un apartado en el que se analice este régimen.

En este sentido, este régimen de neutralidad fiscal o de diferimiento como es conocido comúnmente, que se recoge en los artículos 76 y siguientes de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, se debe analizar desde la perspectiva de la entidad transmitente y desde la perspectiva de la entidad adquirente¹¹.

- (i) Entidad transmitente: en el caso de la entidad transmitente, las rentas obtenidas como consecuencia de la transmisión de los elementos patrimoniales de la entidad transmitente, no se integrarán en su base imponible, con independencia de la contabilidad que se haya llevado a cabo. Es decir, la revalorización contable no tendrá ninguna consecuencia fiscal y el resultado contabilizado no se integrará en la base imponible.
- (ii) Entidad adquirente: los bienes y derechos adquiridos en operaciones de este tipo, se valoran por los mismos valores fiscales que tenían en la entidad transmitente antes de la operación, manteniéndose también la fecha de adquisición de la entidad transmitente. Además, debe existir continuidad en los criterios y condiciones seguidos por la entidad transmitente, en relación con las amortizaciones, las correcciones de valor y la fecha de adquisición de los bienes en la entidad adquirente.

El sentido de este régimen es dar continuidad a la actividad de la empresa y diferir la tributación por su transmisión cuando sean transmitidos los bienes individualmente, y no como rama de actividad. Esta es la razón por la que se recoge como requisito que los elementos transmitidos constituyan rama de actividad (salvo en el caso de la escisión parcial financiera).

¹¹ López-Santacruz Montes, J., & Ortega Caraballo, E. (2023). Régimen fiscal. En *Memento Reorganización Empresarial*. Lefebvre-El Derecho

Ahora bien, la finalidad de la operación no debe ser exclusivamente obtener una ventaja fiscal, sino que debe tener motivos económicos válidos para que se pueda aplicar el régimen especial.

Por otro lado, en relación con el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (en adelante, “ITPAJD”), no estarán sujetas a la modalidad de Operaciones Societarias las operaciones de reestructuración, puesto que no existe ni constitución, ni aumento o disminución de capital, ni disolución de sociedades.

También en las modalidades de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, la operación se considera exenta en los casos de reestructuraciones.

Ahora bien, cuando exista una aportación no dineraria que no se considere reestructuración, sí que estará sujeta a Operaciones Societarias como consecuencia del aumento de capital.

En cuanto al Impuesto sobre el Valor Añadido, en tanto se trate de una unidad económica autónoma, que parece que es un término equivalente a rama de actividad a efectos del Impuesto sobre Sociedades, parece que la operación estará exenta de este Impuesto.

1.3. Alcance y consecuencias del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros, S.A., profesionales que deberían intervenir y valoración de los honorarios de los mismos

Por tratar de evitar ser repetitivo, en cuanto a las posibles alternativas como protección en el contrato de compraventa, me remitiré al apartado 1.1. No obstante, si bien las alternativas serán las mismas, la recomendación es claramente distinta, puesto que el importe, bien se sabe de antemano, bien es mucho más reducido que en el supuesto del procedimiento sancionador de la CNMC.

En mi opinión, en este caso, las alternativas más recomendables son la determinación de un precio contingente, o la inclusión de una *specific indemnity*. Además, de entre estas dos, la más recomendable sería la *specific indemnity*, puesto realmente no se puede conocer la certeza del acaecimiento del riesgo y, además, se trata de un importe bastante reducido como para que sea reducido del precio de compraventa.

Es decir, en este supuesto, correspondería pactar una cláusula por la que se deje indemne al comprador en el caso de que la reclamación de Generali Seguros acabe siendo fructuosa y deba pagar Estrella de Mar los 36.000€ correspondientes.

Otra de las cuestiones a tener en cuenta, es que realmente esta contingencia afecta a Estrella del Mar, sociedad que realmente no va a ser adquirida, por lo que habría que analizar el posible impacto que esto podría tener en la operación y en la sociedad que realmente va a ser objeto de compraventa, esto es, Estrella Gestión Puertos.

No obstante, dado que se trata de un procedimiento relacionado con la gestión portuaria del puerto de Bilbao, en mi opinión sí que considero que la responsabilidad podría llegar a extenderse y, por lo tanto, conviene establecer alguna protección contractual en el caso de que se extienda el riesgo hacia Estrella Gestión Puertos.

En cuanto a los profesionales que participarán en el procedimiento judicial, debemos destacar los siguientes:

- (i) Abogado: en relación con los abogados, debemos recordar que somos un despacho de primer nivel y, como tal, los honorarios serán libremente fijados. En este sentido, se redactará una hoja de encargo que deberá ser firmada tanto por los abogados como por el cliente.

Así, en la hoja de encargo, habría que determinar primero cual es el alcance del trabajo, es decir, las fases en las que se dividirá el asesoramiento legal al cliente, con el objetivo de poder justificar los honorarios, los cuales serán los siguientes:

Categoría	Tarifa horaria
Socio	300€
<i>Counsel</i>	250€ - 300€
Asociado <i>senior</i>	200€ - 250€
Asociado	150€ - 200€
Asociado <i>junior</i>	100€ - 150€

Ahora bien, se establecerá un precio que actuará como tope de facturación, de manera que, una vez superado dicho tope como consecuencia de la tarifa horaria, el importe máximo a cobrar será el tope que, en este caso, se fijará en 30.000€, teniendo en cuenta los posible recursos y siguientes fases del procedimiento ante el que nos encontramos.

Además, parte de dicha facturación estará sujeta al resultado del litigio, de manera que, en el caso de que el resultado del pleito no sea beneficioso para el cliente, se le otorgará un descuento del 15% sobre el tope de honorarios, mientras que, si el resultado es beneficioso, un aumento en el precio del 15% sobre el tope de

honorarios. Esto es así con el objetivo de compartir los riesgos con el cliente y estar alineados a obtener el resultado beneficioso para el cliente.

- (ii) Procurador: en el caso del procurador, habría que acudir a los aranceles establecidos por el Ilustre Colegio de Procuradores de Madrid¹², donde se establecen una serie de cantidades a cobrar en función de la cuantía del procedimiento.

En este caso, parece que el importe sería de 661,11€ según la tabla general, si bien podría surgir variaciones en función de las especialidades y las actuaciones que tenga que llevar a cabo el procurador a lo largo del procedimiento.

Por otro lado, dado que se trata de una materia bastante especializada, lo más probable es que existan peritos que deban cuantificar daños, determinar a que se han debido los fallos.... Los honorarios de estos profesionales no están sujetos a aranceles ni requisitos adicionales, sino que se trata de un prestador de servicios especializado en una materia concreta cuyos honorarios fijarán por libre.

1.4. Asesoramiento sobre el compromiso de no competencia de 5 años de duración en la región del mediterráneo y sobre la notificación a la CNMC para obtener autorización previa

1.4.1. Compromiso de no competencia durante cinco (5) años en la región del mediterráneo

Por lo general, tanto el artículo 101.1 del TFUE, como el artículo 1.1 de la Ley de Defensa de la Competencia, prohíben cualquier acuerdo que tenga por objeto o pueda producir el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia.

Sin embargo, en el ámbito de la compraventa de empresas, los compromisos de no competencia se establecen con la finalidad de proteger al comprador de una empresa, puesto que los vendedores tienen un conocimiento del sector que podría hacer disminuir en gran medida el valor de la inversión realizada por los compradores¹³.

¹² Ilustre Colegio de Procuradores de Madrid. (s.f.). *Arancel de Derchos de los Procuradores de los Tribunales*. Madrid.

¹³ Amado Ruz, A. (2022). Cláusulas non-compete en las adquisiciones de compañías. *Economist & Jurist*.

En definitiva, lo que se consigue es evitar que la parte vendedora inicie una actividad idéntica a la que ha sido vendida, influyendo de manera negativa en aspectos esenciales del contrato de compraventa¹⁴.

En este sentido, es necesario ser muy cuidadoso con la redacción de la cláusula, pues debe ser adecuada y proporcional, y respetar las restricciones establecidas por la normativa en defensa de la competencia.

La Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de mayo de 2012 estableció que las cláusulas de no competencia son válidas salvo que, por su duración, ámbito geográfico y su contenido excediese de lo razonablemente útil o conveniente para garantizar que el valor de las participaciones no se viera deteriorado por la actuación del transmitente. Es más, esta misma sentencia entiende que se trata de una cláusula inherente al contrato de compraventa de participaciones sociales en atención a lo dispuesto en el artículo 1.258 del Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (en adelante, el “**Código Civil**”)¹⁵.

Por lo tanto, las limitaciones en los diferentes ámbitos del compromiso de no competencia son las siguientes¹⁶:

- (i) **Ámbito subjetivo:** debe hacer referencia al vendedor y, en su caso, su grupo, para que este compromiso se establezca en beneficio del comprador como mecanismo de protección del valor de la inversión del comprador.
- (ii) **Ámbito objetivo:** según la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2016, el vendedor tiene dos obligaciones¹⁷:
 - a. **Obligación de hacer:** debe comunicar al comprador todos los conocimientos e informaciones relativos a los procedimientos técnicos de producción, clientela, *know-how*, redes de distribución, etc.
 - b. **Obligación de no hacer:** consiste en abstenerse de llevar a cabo una actividad competitiva con la actividad de la empresa vendida. Es decir, evitar que el

¹⁴ Amado Ruz, A. (2022). Cláusulas non-compete en las adquisiciones de compañías. *Economist & Jurist*.

¹⁵ Tortuero Ortiz, J. (2024). El contrato de compraventa de acciones. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

¹⁶ Tortuero Ortiz, J. (2024). El contrato de compraventa de acciones. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

¹⁷ Tortuero Ortiz, J. (2024). El contrato de compraventa de acciones. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

vendedor sustraiga o retenga clientela, o dificulte la generación de nueva clientela.

La obligación de no competencia no puede impedir la tenencia de participaciones financieras en terceros que no le otorguen una influencia significativa en dichos terceros competidores.

- (iii) **Ámbito geográfico:** se limitará al territorio en el que la empresa adquirida operaba y en el que está previsto que siga prestando sus servicios en el momento de la operación, en atención a la Comunicación de la Comisión sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin (en adelante, la “**Comunicación 2005/C56/03**”).
- (iv) **Ámbito temporal:** por lo general, se establece un plazo máximo de tres (3) años en el caso de que se transfieran conocimientos técnicos (esto es, *know-how*) y fondo de comercio; y de dos (2) años si lo único que se transfiere es fondo de comercio, en atención a la Comunicación 2005/C56/03. No obstante, la propia Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de mayo de 2012 acepta una cláusula de no competencia con una delimitación temporal de cuatro (4) años en tanto que considera que dicha delimitación temporal no excede de lo razonablemente útil o conveniente para garantizar el valor de las participaciones transmitidas.

Dicho esto, es fundamental incluir mecanismos de protección en el caso de que se produzca un incumplimiento por parte del vendedor. Por lo general, se suele incluir una opción de resolver el contrato de acuerdo con el artículo 1.124 del Código Civil o exigir su cumplimiento en la forma debida. Además, se suele incluir que, cumulativamente o en lugar de lo anterior, se proceda al pago de una determinada cantidad en concepto de cláusula penal.

En ocasiones también se incluye una referencia a la posible contraprestación que puede tener esta obligación de no competencia, estableciéndose por lo general que el precio pagado por la compraventa se entiende suficiente y razonable y sirve como contraprestación por las obligaciones impuestas al vendedor en este tipo de cláusulas.

En definitiva, podemos afirmar que la cláusula de no competencia impuesta a los vendedores en la región del mediterráneo parece que es válida. No obstante, en relación con su limitación temporal, si bien podría ser válido el periodo de cinco (5) años, en atención a lo expuesto anteriormente, convendría, en mi opinión, ser un poco más cauto y atender a la Comunicación 2005/C56/03.

1.4.2. Asesoramiento sobre la notificación de la operación a la CNMC para obtener autorización previa¹⁸

El artículo 7 de la Ley de Defensa de la Competencia entiende que existe una concentración económica cuando se produzca un cambio estable en la estructura de control de la totalidad o parte de una o varias empresas, con independencia de su forma jurídica.

Es, por lo tanto, importante, el concepto de control a estos efectos, pues solo se aplicará el régimen de control de concentraciones cuando exista un cambio estable en la estructura de control. En este caso, existe control cuando se cumplen los requisitos del artículo 42 del Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica del Código de Comercio (en adelante, el “**Código de Comercio**”).

Además, el artículo 7.1.b) de la Ley de Defensa de la Competencia entiende que será un supuesto de cambio de control la adquisición por una empresa del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas.

Por lo tanto, podemos afirmar que el presente supuesto cumple con los requisitos del cambio de control, por lo que debemos analizar si cumple con los requisitos necesarios para que surja la obligación de notificar. Para ello, en primer lugar, analizaremos si existe necesidad de declarar la concentración por existir dimensión comunitaria y, más tarde, analizaremos si tiene dimensión nacional.

El artículo 1.2 del Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas (en adelante, el “**Reglamento Europeo de Concentraciones**”) establece que la concentración tendrá dimensión comunitaria si:

- (i) El volumen de negocios total a escala mundial de las empresas afectadas supera los 5.000 millones de euros.
- (ii) El volumen de negocios total a escala comunitaria realizado individualmente por al menos dos de las empresas afectadas por la concentración supere los 250 millones de euros.

Si no se cumplen los umbrales anteriores, la operación tendrá dimensión comunitaria:

¹⁸ Gutiérrez Hernández, A., & Arranz Fernández-Bravo, T. (2024). El control de las concentraciones económicas por las autoridades de defensa de la competencia. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey

- (i) El volumen de negocios total a escala mundial realizado por el conjunto de empresas afectadas supere los 2.500 millones de euros.
- (ii) En al menos tres Estados miembros, el volumen de negocios total realizado por el conjunto de las empresas afectadas supere los 100 millones de euros en cada uno de dichos Estados miembros.
- (iii) En al menos tres Estados miembros, el volumen de negocios total realizado individualmente por al menos dos de las empresas afectadas supere los 25 millones de euros en cada uno de dichos Estados miembros.
- (iv) El volumen de negocios total a escala comunitaria realizado individualmente por al menos dos de las empresas afectadas supere los 100 millones de euros.

A pesar de lo anterior, no tendrán dimensión comunitaria las operaciones que, aunque superen alguno de los umbrales, todas y cada una de las empresas afectadas realicen más de dos tercios de su volumen de negocios total en la Unión Europea en un mismo Estado miembro. Esta circunstancia debe darse respecto de todas las empresas afectadas y respecto del mismo Estado miembro.

A pesar de que no tenemos información detallada sobre el alcance de los umbrales, considero que podemos descartar que se cumplen, principalmente porque probablemente realicen más de dos tercios de su volumen de negocios total en un mismo Estado miembro de la Unión Europea.

No obstante, debemos analizar si se cumplen los umbrales del artículo 8 de la Ley de Defensa de la Competencia, que establece que se aplica la ley a las concentraciones económicas que cumplan, al menos, una de las dos circunstancias siguientes:

- (i) Se adquiera o se incremente una cuota igual o superior al 30% del mercado relevante del producto o servicio en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo.

No obstante, están exentas de control aquellas en las que el volumen de negocios global en España de la sociedad adquirida o de los activos adquiridos en el último ejercicio contable no supere la cantidad de 10 millones de euros, siempre y cuando las partícipes no tengan una cuota individual o conjunta igual o superior al 50% en cualquiera de los mercados afectados, en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo.

- (ii) Que el volumen de negocios global en España del conjunto de los partícipes supere en el último ejercicio contable la cantidad de 240 millones de euros, siempre que al

menos dos de las partícipes realicen individualmente en España un volumen de negocios superior a 60 millones de euros.

Desconociendo también en este caso la realidad de la necesidad de obtener autorización previa por parte de la CNMC, el problema lo encontramos en relación con la posible protección contractual frente a la posible sanción por incumplimiento de obtención de la autorización previa.

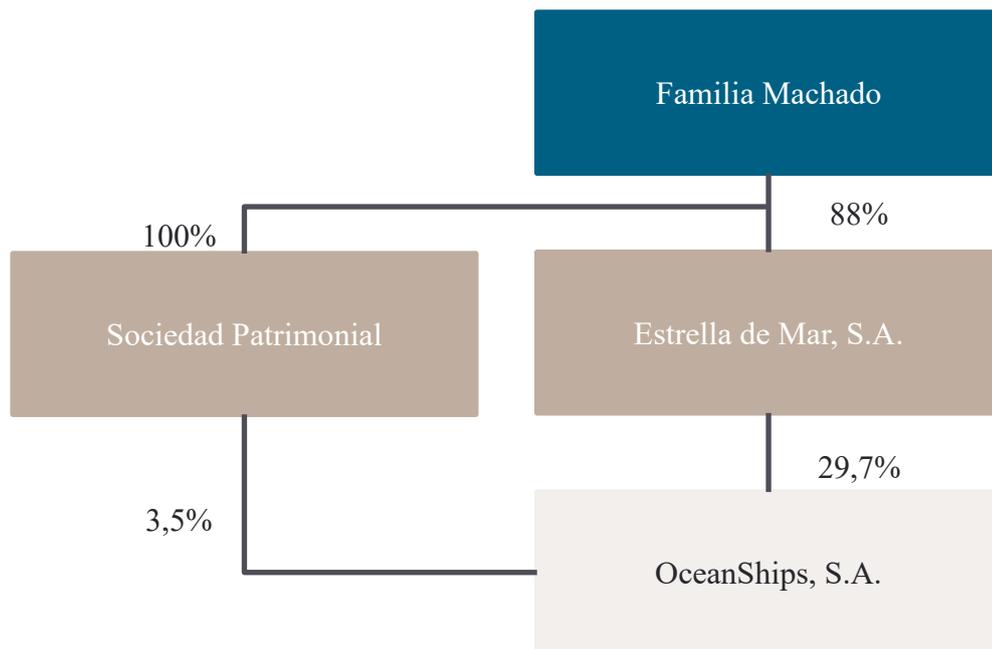
En este sentido, en España puede ser sancionado con una multa de hasta el 5% del volumen de negocio mundial de la empresa que tenía la obligación de notificar la operación, tal y como se recoge en el artículo 63 de la Ley de Defensa de la Competencia. Por otro lado, a nivel comunitario, el artículo 14 del Reglamento Europeo de Concentraciones establece una multa que puede llegar hasta el 10% del volumen de negocios.

Esta situación, habitual en la práctica, ya sea por el elevado importe, ya sea por la facilidad de mitigarlo, no se suelen incluir como *indemnities* o aplazamientos del pago, sino que se suelen incluir como condiciones suspensivas, de manera que la obtención de la autorización sea necesaria para la consumación del contrato.

2. PARTE 2: TOMA DE PARTICIPACIÓN MINORITARIA (29,7%) POR PARTE DE ESTRELLA DE MAR, S.A. EN LA SOCIEDAD OCEANSHIP, S.A.

Con el objetivo de aclarar la operación consistente en la toma de participación minoritaria, por parte de Estrella de Mar, se ofrece a continuación la estructura societaria del grupo tras llevar a cabo dicha toma de participación.

En este esquema, también se tiene en cuenta la participación indirecta que tiene la familia Machado a través de la sociedad patrimonial.



2.1. Posibilidad de articular la operación de compraventa sin la obligación de lanzar una OPA obligatoria. Consecuencias del programa de recompra de acciones de OceanShip, S.A.

2.1.1. Análisis de la obligación de lanzar una OPA¹⁹

La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (en adelante, la “**Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión**” o “**LMVSI**”) y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, el “**Reglamento de OPAs**”) establecen la obligación de formular una Oferta Pública de Adquisición (en adelante, “**OPA**”) por toma de control sobre la totalidad de las acciones cuando se tome el control de una sociedad cotizada (artículo 108 de la LMVSI y artículo 3 del Reglamento de OPAs):

- (i) Mediante la adquisición de acciones que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción de acciones con derechos de voto en dicha sociedad.

¹⁹ Paredes Galego, C., Pereda Espeso, J., & Redonet Sánchez del Campo, J. (2024). Ofertas públicas de adquisición de valores (I). En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

- (ii) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores, en los términos del artículo 5.1.b) del Reglamento de OPAs.
- (iii) Como consecuencia de los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas establecidas en el artículo 7 del Reglamento de OPAs.

En estos casos, la oferta deberá presentarse tan pronto como sea posible y, como máximo, en el plazo de un (1) mes desde que se alcance el control.

A estos efectos, se entiende que se adquiere el control cuando un inversor (artículo 111 de la LMVSI y artículo 4 del Reglamento de OPAs):

- (i) Alcanza, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%, o
- (ii) Haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe en los 24 meses siguientes a la fecha de adquisición de dicho porcentaje un número de consejeros que, unidos a los que ya hubiera designado antes, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

En principio, y dada la información con la que contamos, entendemos que el control que debemos analizar es a los efectos de alcanzar un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%. A estos efectos, es importante tener en cuenta lo establecido en el artículo 5 del Reglamento de OPAs, según el cual, se atribuirán a la misma persona los porcentajes de voto que correspondan a las personas que pertenezcan al mismo grupo, salvo prueba en contrario²⁰.

Hay que precisar que dicho artículo hace referencia al grupo de sociedades a los efectos del artículo 42 del Código de Comercio que, recordando lo aquí recogido, existe un grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras sociedades, y se entiende que tiene control cuando se de alguna de las siguientes situaciones:

- (i) Posea la mayoría de los derechos de voto.
- (ii) Tenga la facultad de nombrar o destituir la mayoría de los miembros del órgano de administración.

²⁰ Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2022). *Preguntas y respuestas sobre ofertas públicas de adquisición de valores (opas)*.

- (iii) Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto.
- (iv) Haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores.

Por otro lado, este artículo establece que, a los derechos de voto de la entidad dominante se añadirán los que posea a través de otras sociedades dependientes

La interpretación conjunta de estos dos artículos sería entender que quién está obligado a lanzar una OPA sobre OceanShips, S.A. (en adelante, “**OceanShips**”), sería la Familia Machado, pues sería quien realmente alcanzaría una participación del 32,5% en OceanShips. Ahora bien, tal y como permite el artículo 5.1.a) del Reglamento de OPAs, se admite prueba en contrario²¹.

2.1.2. Condiciones de la compraventa²²

Conviene analizar ahora cuales deben ser las condiciones de dicha OPA obligatoria por toma de control:

- (i) Destinatarios (artículo 3.2 del Reglamento de OPAs): la OPA deberá dirigirse a todos los titulares de las acciones de la sociedad afectada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de presentarse la oferta tengan derecho de voto y a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones y de obligaciones convertibles y canjeables en ellas, cuando existan. Es decir, debe dirigirse a los titulares de acciones con derecho de voto y a los titulares de valores que den derecho a la adquisición de acciones con derecho de voto.
- (ii) Precio equitativo: la oferta debe plantearse a un precio equitativo (artículo 110 de la LMVSI y artículo 9 del Reglamento de OPAs), siendo este un pilar clave del sistema vigente de OPAs. El precio será equitativo cuando, como mínimo, sea igual al precio más elevado que haya pagado o acordado el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.

²¹ Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2022). *Preguntas y respuestas sobre ofertas públicas de adquisición de valores (opas)*.

²² Vives Ruiz, F. (2022). Notas introductorias al régimen jurídico de las Sociedades Cotizadas. En *Derecho de Sociedades*

Dado que en este caso no tenemos adquisiciones de valores durante los 12 meses previos, la normativa nos remite al artículo 10 del Reglamento de OPAs, relacionado con las OPAs por exclusión de negociación. Así, deberá calcularse mediante alguno de los siguientes métodos:

- a. Valor teórico contable de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a estas, sobre la base de los últimos estados financieros.
 - b. Valor liquidativo de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo, siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia.
 - c. Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones que se hubieran negociado.
 - d. Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.
 - e. Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y adaptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como, descuentos de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros.
- (iii) Contraprestación: el artículo 14 del Reglamento de OPAs establece que la oferta podrá formularse como compraventa, permuta o canje de valores o como ambas a la vez, pero deberán asegurar la igualdad de trato a los titulares de valores en iguales circunstancias.

Ahora bien, en este supuesto, la oferta deberá incluir como alternativa una contraprestación o precio efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido.

Se entiende que, cuando la contraprestación consista en valores, se entenderá que se excluye *ope legis* el derecho de suscripción preferente recogido en el artículo 93 de la Ley de Sociedades de Capital.

2.1.3. Consecuencias del programa de recompra de acciones²³

Por evitar repeticiones innecesarias, analizaré en este apartado únicamente aquellos aspectos que afecten a Estrella del Mar como consecuencia del programa de recompra de acciones. En este sentido, cabe destacar, en primer lugar, el artículo 5.3 del Reglamento de OPAs, el cual establece que, para el cálculo de los derechos de voto, se excluirán las acciones que, de acuerdo con la información disponible en la fecha de cómputo del porcentaje de derechos de voto, pertenezcan, directa o indirectamente, a la propia sociedad afectada.

Es decir, habría que excluir ese 1% de acciones que se van a recomprar, lo que implicaría que el porcentaje de votos se debería calcular sobre el 99% de las acciones de OceanShips. Esto significaría que, en este caso, el control se adquiere, exactamente, con el 29,7% de votos, lo que haría que Estrella del Mar estaría obligada a lanzar OPA sobre OceanShips.

Ahora bien, en este caso, debemos tener en cuenta lo recogido en los artículos 7 y 8 del Reglamento de OPAs, que hablan sobre las tomas de control indirectas o sobrevenidas y los supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control, respectivamente.

Si bien en el artículo 8 del Reglamento de OPAs no encontramos ningún supuesto que pueda resultar de utilidad en este caso, sí que encontramos respuestas en los artículos 4 y 7 del Reglamento de OPAs.

El más claro se encuentra en el artículo 7 del Reglamento de OPAs, el cual establece en su apartado 4 que, si como consecuencia de variaciones en autocartera, algún accionista llega a alcanzar los derechos de voto anteriores, este socio no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes sin formular una OPA sobre la totalidad del capital social.

La OPA se deberá formular dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la comunicación de la sociedad de las variaciones en su autocartera, y se le aplicarán las reglas recogidas en el artículo 9 del Reglamento de OPAs, desarrollado anteriormente.

No obstante, no es obligatorio formular OPA cuando, dentro de los 3 meses, se enajene, bien por el obligado a formular OPA, es decir, Estrella del Mar, bien por la propia sociedad, es decir, OceanShip, el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, mientras tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan

²³ Paredes Galego, C., Pereda Espeso, J., & Redonet Sánchez del Campo, J. (2024). Ofertas públicas de adquisición de valores (I). En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

dichos porcentajes, o se obtenga una dispensa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, “CNMV”).

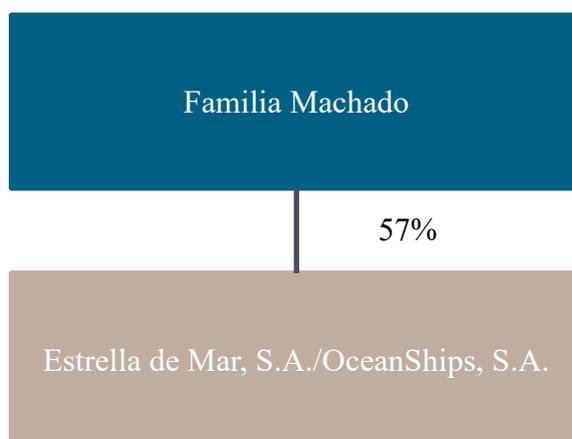
Esta dispensa está recogida en el artículo 4 del Reglamento de OPAs, que establece que la CNMV dispensará de la obligación de formular OPA si otra persona o entidad, individual o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta. Es decir, si existe alguien distinto de Estrella del Mar que, con carácter anterior, tuviera un porcentaje superior en OceanShips.

Esta dispensa se condicionará a que la persona o entidad no rebaje su participación por debajo de la ostentada por el accionista que hubiese sido dispensado o a que este no designe más de la mitad de los miembros del consejo.

Así, podríamos pensar que, debido a la participación que tiene la Familia Machado tal y como hemos analizado antes, podría llegar a darse un supuesto en el que se otorgase dicha dispensa, pero no podemos asegurar que nos encontremos ante tal supuesto.

2.2. Absorción de Estrella de Mar, S.A. por parte de OceanShips, S.A.

La operación que se plantea en este apartado llevaría a una situación final equivalente al siguiente esquema:



2.2.1. Posibilidad de articular la operación de manera que la familia Machado no tenga que lanzar una OPA obligatoria y requisitos que deben cumplirse

Es importante tener en cuenta que, en este caso, es OceanShips la que absorbe a Estrella del Mar, lo que significa que la sociedad resultante de la fusión será, por continuidad, una sociedad cotizada, en la que será de aplicación la normativa de OPA.

Con carácter previo, conviene destacar lo recogido en el artículo 7.1 del Reglamento de OPAs, según el cual, en caso de fusión, deberá formularse OPA cuando se alcance en la sociedad cotizada el porcentaje de derechos de voto superior al 30%.

No obstante, no será obligatoria la formulación de OPA cuando, en ese plazo, se enajene un número de acciones suficiente para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, mientras tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes. También se permite la dispensa de la CNMV, explicada anteriormente.

Sin embargo, considero que no es este el supuesto en el que nos encontramos, ya que considero que el artículo 7.1 del Reglamento de OPAs haría referencia a la fusión, en este caso, entre la Familia Machado y Estrella del Mar.

Por ello, considero que deberíamos remitirnos al artículo 8.g) del Reglamento de OPAs, el cual establece que estarán exentos de la obligación de formular OPA los accionistas de las sociedades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen el control en la sociedad cotizada resultante. Es necesario que no hayan votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada, y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control, sino un objetivo industrial o empresarial.

En este sentido, y por referencias en el propio Reglamento de OPAs, debemos entender que la referencia a la sociedad afectada sería OceanShips y, por lo tanto, el voto en contra en la junta se deberá realizar en OceanShips.

Esto es fundamental ya que, de otro modo, no conseguiríamos entrar dentro de esta exclusión, ya que el voto favorable en la junta de Estrella del Mar es indispensable por su porcentaje de participación (88%).

No obstante, la exclusión no es automática, sino que compete a la CNMV decidir, en un plazo que no será superior a quince (15) días, si es exigible la oferta pública o no. Es cierto que, en la práctica, se han otorgado solamente seis exenciones y, en algunos casos, se ha llegado a paralizar una operación de este tipo por la obligación de lanzar una OPA²⁴.

²⁴ Jordano Luna, M. (2024). Fusiones de sociedades cotizadas. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

En cuanto al requisito de probar que el objetivo principal de la operación no era la toma de control, si bien no existen unos elementos básicos para que se entienda cumplido, la práctica ha determinado que son tres informes los que se suelen aportar a la CNMV²⁵:

- (i) Una descripción de la operación que se realizará y la justificación de que el propósito no era la toma de control.
- (ii) Un informe pericial que determine que, con la información con la que dispone, se determinen los motivos empresariales o industriales de la fusión.
- (iii) Una opinión legal sobre el motivo principal de la operación

Realmente, lo más normal sería que dos sociedades con negocios compatibles y en funcionamiento, cumplan el requisito de los motivos industriales o empresariales, como sucedería en el presente caso con Estrella del Mar y OceanShips²⁶.

Estos informes suelen tener compromisos que demuestren que el objetivo de la fusión no era la adquisición de control, que suelen ser restricciones a la hora de ejercitar el control en la sociedad afectada (manera con la que demuestras que la intención no era adquirir control) y evitar otros indicios que puedan hacer indicar que la intención era adquirir el control.

Es destacable que estos compromisos se asumen libremente por las partes, pues la CNMV simplemente otorga o no otorga la exención, pero no impone condiciones. No obstante, en ocasiones la CNMV sí que propone otros compromisos adicionales²⁷.

La segunda alternativa, sería que la sociedad absorbente no fuese OceanShips, sino Estrella del Mar, ya que, en este caso, la sociedad no cotizaría y no sería de aplicación lo dispuesto en la LMVSI y el Reglamento de OPAs. A pesar de que, con esta opción, no habría esa obligación de formular OPA, debemos tener en cuenta que la sociedad dejaría de cotizar, lo que supondría un cambio importante en la sociedad.

²⁵ Jordano Luna, M. (2024). Fusiones de sociedades cotizadas. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

²⁶ Jordano Luna, M. (2024). Fusiones de sociedades cotizadas. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

²⁷ Jordano Luna, M. (2024). Fusiones de sociedades cotizadas. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

2.2.2. Calendario y principales pasos para realizar la integración

Dado que con carácter previo he explicado el procedimiento de fusión simplificado, interesa ahora conocer cuál es el procedimiento general de una fusión, y posteriormente incluir algunas precisiones que, por tratarse de una sociedad cotizada, pueden resultar de interés.

Así, en este caso, nos encontramos en una fusión por absorción, consistente en que una sociedad ya existente adquiere por sucesión universal el patrimonio de una sociedad, aumentando su cifra de capital social, de manera que los socios de la sociedad absorbida se integran en la sociedad absorbente, recibiendo un número de acciones en proporción a su respectiva participación.

Así, las principales actuaciones para una fusión serían las siguientes:

- (i) Proyecto común de fusión: los administradores de las sociedades participantes redactarán y firmarán un proyecto común de fusión, que deberá ser aprobado por las juntas generales de socios de todas las sociedades participantes dentro de los seis meses siguientes a su fecha.

De esta manera, todo proyecto de modificación estructural tiene las siguientes menciones mínimas, de acuerdo con el artículo 4 de la Ley de Modificaciones Estructurales:

- a. Forma jurídica, razón y domicilio sociales de las sociedades participantes.
- b. Calendario indicativo de realización de la fusión.
- c. Los derechos que vayan a conferirse por la sociedad absorbente a los socios que gocen de derechos especiales o a los tenedores de valores o títulos que no sean acciones, participaciones o, en su caso, cuotas, o las medidas propuestas que les puedan afectar.
- d. Las implicaciones de la fusión para los acreedores y, en su caso, cualquier garantía personal o real que se les ofrezca.
- e. Toda ventaja especial otorgada a los miembros de los órganos de administración de las sociedades participantes en la fusión.
- f. Los detalles de la oferta de compensación en efectivo a los socios que dispongan del derecho a enajenar sus acciones.
- g. Las consecuencias probables de la operación para el empleo.

Por su parte, el proyecto común de fusión necesita de unas menciones específicas, entre las que encontramos, tal y como se describe en el artículo 40 de la Ley de Modificaciones Estructurales:

- a. Los datos identificadores de la inscripción de las sociedades participantes en el Registro Mercantil.
 - b. El tipo de canje de las acciones, la compensación complementaria en dinero si se hubiera previsto y, en su caso, procedimiento de canje.
 - c. La incidencia que la fusión tendrá sobre las aportaciones de industria o las prestaciones accesorias en las sociedades que se extinguen y las compensaciones que vayan a otorgarse a los socios afectados.
 - d. La fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas acciones tendrán derecho a participar en las ganancias sociales y las particularidades relativas a este derecho.
 - e. La fecha a partir de la cual la fusión tendrá efectos contables.
 - f. La información sobre la valoración del activo y pasivo del patrimonio de cada sociedad que se transmita a la sociedad resultante.
 - g. Las fechas de las cuentas de las sociedades que se fusionan utilizadas para establecer las condiciones en que se realiza la fusión.
 - h. La acreditación de encontrarse al corriente en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social, mediante la aportación de los correspondientes certificados.
- (ii) Informe de los administradores sobre el proyecto de fusión (artículo 5 de la Ley de Modificaciones Estructurales): los administradores de las sociedades participantes redactarán y firmarán un informe para los socios y trabajadores justificando la realización de la fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, así como las consecuencias para los trabajadores. Este informe debe incluir una sección para los socios y otra para los trabajadores.

El informe se insertará en la página web de la sociedad o se remitirá por vía electrónica a los socios y representantes de los trabajadores (o a los propios trabajadores si no existen representantes), al menos con un mes de antelación a la fecha de la junta general que deberá aprobar la fusión.

En la sección dedicada a los socios, se mencionará lo siguiente:

- a. La compensación en efectivo en el caso de que los socios ejerzan su derecho a enajenar las acciones de la sociedad y la manera de fijar la compensación.
- b. El tipo de canje de las acciones, el importe de cualquier compensación en efectivo y el método y procedimiento para el tipo de canje.
- c. Las consecuencias que la fusión tiene para los socios.
- d. El posible impacto de género de la fusión en el órgano de administración.
- e. Los derechos de los socios.

En la sección dedicada a los trabajadores, se deben explicar:

- a. Las consecuencias de la fusión para los trabajadores y las medidas aplicables para preservar las relaciones laborales.
 - b. Cualquier modificación sustancial en las condiciones de empleo o en el lugar de trabajo.
 - c. El modo en que los apartados anteriores afectan a las filiales de las sociedades participantes.
- (iii) Balances de fusión (artículos 43 y 44 de la Ley de Modificaciones Estructurales): todas las sociedades que participen en la fusión deben aprobar un balance de fusión que, dependiendo de la fecha en la que se quiera llevar a cabo la fusión habrá que realizar uno específico o no. En el caso de que el último balance de ejercicio aprobado hubiera sido cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto común de fusión (es decir, hasta junio), se podrá utilizar este mismo como balance de fusión. En caso contrario, habrá que realizar un balance específico que sea de fecha posterior al primer día del tercer mes precedente a la fecha del proyecto de fusión.

El balance de fusión específico deberá ser aprobado por la junta general y verificado por un auditor de cuentas, en el caso de que la sociedad esté obligada a auditar sus cuentas.

- (iv) Todos los documentos precedentes deberán ser aprobados por el órgano de administración de cada una de las sociedades participantes en la fusión.

- (v) Informe de expertos (artículos 6 y 41 de la Ley de Modificaciones Estructurales): dado que nos encontramos con una sociedad anónima, será necesario que los administradores soliciten al Registro Mercantil el nombramiento de un experto independiente que realice un informe sobre el proyecto común de fusión, que deberá estar a disposición de los socios un mes antes de la celebración de las juntas generales que deban aprobar la fusión.

El informe deberá pronunciarse sobre los métodos seguidos por los administradores para el establecimiento del tipo de canje y emitirá su opinión acerca de si el patrimonio de la sociedad que se extingue es igual (al menos) al aumento de capital de la sociedad absorbente.

- (vi) Publicidad preparatoria del acuerdo (artículo 7 de la Ley de Modificaciones Estructurales): un mes antes de la celebración de la junta general, al menos, los administradores deberán insertar en sus páginas web o en el Boletín Oficial del Registro Mercantil el proyecto de fusión, un anuncio informando a los socios, acreedores y trabajadores sobre la posibilidad de presentar observaciones, como tarde, cinco (5) días antes de la fecha de la junta general; y el informe del experto independiente.

- (vii) Información documental adicional sobre la fusión (artículo 46 de la Ley de Modificaciones Estructurales): además de lo anterior, los administradores pondrán a disposición de los socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales y representantes de los trabajadores:

- a. El proyecto de fusión.
- b. Los informes de administradores y de expertos independientes.
- c. Las cuentas anuales, los informes de gestión y los correspondientes informes de auditoría de los últimos tres ejercicios.
- d. El balance de fusión de cada una de las sociedades participantes.
- e. Los estatutos sociales vigentes incorporados a la escritura.
- f. La identidad de los administradores de las sociedades que participan en la fusión, la fecha de sus nombramientos y los administradores que vayan a ser nombrados tras la fusión.

Esta información se publicará en la página web o se pondrá a disposición de los anteriores en el domicilio social.

- (viii) Convocatoria y aprobación por las juntas generales (artículo 8 de la Ley de Modificaciones Estructurales): la convocatoria y el anuncio se realizará, al menos, con un mes de antelación a la fecha prevista para celebrar la junta.
- (ix) Publicación del acuerdo de fusión (artículo 10 de la Ley de Modificaciones Estructurales): una vez acordado, se publicará en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en la página web de la sociedad o en uno de los diarios
- (x) Protección de los acreedores (artículo 13 de la Ley de Modificaciones Estructurales): los acreedores cuyo crédito hubiera nacido con anterioridad a la publicación del proyecto y no hubieran vencido en el momento de la publicación, que no estén de acuerdo con las garantías que se les ofrecen y que hubieran mostrado su disconformidad al menos 5 días antes de la celebración de la junta, dentro del plazo de un (1) mes a partir de dicha publicación, podrán:
 - a. En el caso de que en el informe de experto independiente se hayan considerado inadecuadas, acudir al Registrador Mercantil del domicilio social, que dará traslado para que, en el plazo de 15 días, puedan ampliar u ofrecer nuevas garantías. Si tras ello siguen disconformes, podrán solicitar, en el plazo de 10 días al Juzgado de lo Mercantil las garantías que deba prestar la sociedad.
 - b. Si el informe de experto independiente las considera adecuadas, podrán acudir directamente al Juzgado de lo mercantil.
- (xi) Otorgamiento de la escritura pública de fusión (artículo 16 de la Ley de Modificaciones Estructurales): las sociedades elevarán a público el acuerdo de fusión, incorporando el proyecto y, en su caso, el balance de fusión específico debidamente auditado.
- (xii) Inscripción de la escritura en el Registro Mercantil (artículo 16 de la Ley de Modificaciones Estructurales): una vez otorgada la escritura pública de fusión, se presentará a inscripción en el Registro Mercantil correspondiente.

Una vez analizado el proceso general de fusión, conviene tener en cuenta alguna especialidad relativa al hecho de que la sociedad absorbente sea una sociedad cotizada²⁸. Una de las cuestiones más importantes está con la posible difusión de información privilegiada. Encontramos, en este sentido, el Reglamento (UE) n° 596/2014 del Parlamento Europeo y del

²⁸ Jordano Luna, M. (2024). Fusiones de sociedades cotizadas. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (en adelante, “**Reglamento de Abuso de Mercado**”) y la LMVSI.

Estas normas tratan de garantizar la integridad de los mercados financieros y lograr aumentar la confianza de los inversores, por lo que tratan de asegurar una total transparencia de los mercados, lo que hace que se exija difusión de información privilegiada, para garantizar que todos los participantes del mercado participen en este en igualdad en relación con la información disponible²⁹.

La información privilegiada es aquella información de carácter público que no sea pública y que haga referencia directa o indirectamente a uno o varios emisores que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios emitidos por dicha sociedad³⁰.

El artículo 17 del Reglamento de Abuso de Mercado establece la obligación de difundir la información privilegiada, para evitar cualquier operación con dicha información o poder inducir a confusión o engaño a inversores. Esta información se hará pública tan pronto como sea posible y de una manera que permita un rápido y completo acceso, haciéndose pública en la CNMC tan pronto como sea posible.

No obstante, se permite un retraso en la publicación cuando (i) la difusión pueda perjudicar sus intereses legítimos, (ii) el retraso en la difusión no pueda inducir al público a confusión o engaño, y (iii) el emisor esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la información³¹.

En mi opinión, parece que una operación de este tipo puede considerarse como información privilegiada, de manera que se tendrán que tomar ciertas medidas que garanticen la confidencialidad, como pueden ser acuerdos de confidencialidad, apertura de una lista de iniciador, destrucción de información confidencial...

Por lo tanto, en una fase previa de la fusión, no será necesario comunicar al mercado, pero una vez firmado el proyecto común de fusión, este deberá ser hecho público al mercado.

²⁹ Vives Ruiz, F. (2022). Notas introductorias al régimen jurídico de las Sociedades Cotizadas. En *Derecho de Sociedades*

³⁰ Vives Ruiz, F. (2022). Notas introductorias al régimen jurídico de las Sociedades Cotizadas. En *Derecho de Sociedades*

³¹ Vives Ruiz, F. (2022). Notas introductorias al régimen jurídico de las Sociedades Cotizadas. En *Derecho de Sociedades*

Otra de las cuestiones que cobran importancia por tratarse de una sociedad cotizada es que, como consecuencia de la emisión de nuevas acciones, estas se deben admitir a cotización, lo que exige que se registre un folleto de admisión a negociación de las acciones³².

No obstante, el artículo 1.b) del Reglamento Delegado (UE) 2021/528, de la Comisión de 16 de diciembre de 2020 por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al contenido mínimo de información del documento que debe publicarse con objeto de acogerse a una exención de la obligación de publicar un folleto en relación con una adquisición mediante una oferta de canje, una fusión o una escisión, establece que se redactara un documento que debe publicarse con el objeto de acogerse a una exención de la obligación de publicar un folleto en relación con una adquisición mediante una fusión. Esto parece permitir la emisión de nuevas acciones sin necesidad de emitir folleto.

2.2.3. Impacto de las acciones legales iniciadas por la familia Azcona derivadas del Pacto de Socios

(i) Acciones relacionadas con el Pacto de Socios

Debemos recordar que los pactos de socios son contratos por los que los socios o accionistas de una sociedad establecen principios y reglas que van a regular las relaciones entre estos, asumiendo, inevitablemente, obligaciones mutuas³³.

En estos pactos, se suelen regular los términos y condiciones que regirán la gestión y el gobierno corporativo de la sociedad en cuestión, así como el posible régimen de transmisión de participaciones o acciones y otros pactos y obligaciones adicionales³⁴.

También debemos destacar que el pacto de socios está en un plano distinto al de los estatutos sociales, ya que estos pactos se firman en absoluta libertad contractual, únicamente limitados por el artículo 1255 del Código Civil. Esto implica que, siempre que los pactos no sean contrarios a la ley, la moral y el orden público, estos serán válidos y tendrán valor de ley entre las partes.

No obstante, lo normal es que se introduzca una obligación en el propio pacto de socios por la que el contenido de estos se plasme, en tanto sea posible, en los estatutos sociales de la sociedad.

³² Jordano Luna, M. (2024). Fusiones de sociedades cotizadas. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

³³ Vives Ruiz, F. (2022). Constitución de las Sociedades de Capital. En *Derecho de Sociedades*.

³⁴ Alfaro Águila-Real, J. (2018). Lección de pactos parasociales. *Almacén de Derecho*.

Sin embargo, a los efectos de esta pregunta, consideraremos que el contenido del pacto de socios de Estrella del Mar no está incluido en los estatutos sociales.

Sin necesidad de entrar en determinar el tipo de pacto de socios ante el que nos encontramos, considero que debemos analizar, en primer lugar, la oponibilidad que tienen los pactos sociales.

Frente al resto de socios o accionistas, es evidente que este pacto será oponible, y se podrá exigir el cumplimiento de obligaciones e indemnizaciones derivadas del pacto. Ahora bien, lo que realmente tiene interés en este caso, es determinar si los pactos de socios son oponibles frente a la sociedad, pudiendo impugnar acuerdos sociales por ser estos contrarios al pacto de socios.

Una solución práctica a estas situaciones es incluir una prestación accesoria en los estatutos sociales estableciendo la obligación de cumplir con el contenido de los pactos de socios, de manera que, en caso de que se incumplan, el acuerdo será impugnabile por ser contrario a los estatutos sociales. No obstante, consideraremos que no existe tal prestación accesoria.

En este sentido, conviene definir lo que es un pacto de socios omnilateral, que son aquellos pactos suscritos por la totalidad de los socios de una sociedad³⁵, que plantea mayor conflicto a estos efectos que los pactos que solo son firmados por una parte de los socios, pues estos se entienden que, evidentemente, no son oponibles.

A pesar de que gran parte de la doctrina considera que no debería haber discusión acerca de si los pactos de socios omnilaterales son oponibles, la realidad es que el Tribunal Supremo ha determinado que estos pactos solo tienen validez y eficacia entre quienes los firman, y no tienen efectos frente a terceros, como podría ser la sociedad.

La doctrina considera que, dado que los pactos están firmados por todos los socios, estos persiguen el mismo interés social que los estatutos sociales, de manera que un pacto de socios debería tener la misma magnitud que un acuerdo tomado en junta universal³⁶. Es decir, la doctrina considera que los pactos de socios tienen naturaleza societaria, y la voluntad plasmada es la misma que la recogida en los estatutos sociales defendiendo, además, que estos pactos no pueden ser separados de la sociedad considerándola como tercero³⁷.

³⁵ Vives Ruiz, F. (2022). Constitución de las Sociedades de Capital. En *Derecho de Sociedades*.

³⁶ Paz-Ares Rodríguez, C. (2003). El Enforcement de los Pactos Parasociales. *Uría Menendez*.

³⁷ Alfaro Águila-Real, J. (2023). El fundamento de la impugnabilidad ex art. 204 LSC de los acuerdos sociales que infringen un pacto parasocial omnilateral. *Almacén de Derecho*

No obstante, como ya he adelantado antes, el Tribunal Supremo (Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de abril de 2022), considera que los pactos de socios no son oponibles por tres razones principales:

- (i) Aunque sean omnilaterales, su eficacia es meramente contractual que se rige por el artículo 1257 del Código Civil.
- (ii) El artículo 29 de la Ley de Sociedades de Capital establece que los pactos reservados a los socios no serán oponibles a la sociedad.
- (iii) El artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital, en su literalidad, no incluye el incumplimiento de los pactos sociales como motivo de impugnación de un acuerdo social

En definitiva, parece que, por mucho que se considere por la doctrina que deberían ser oponibles los pactos de socios omnilaterales, la realidad es que el Tribunal Supremo entiende que no tienen esta naturaleza y, por lo tanto, no habrá un riesgo relacionado con este apartado.

- (ii) Otras acciones de la familia Azcona

Como otras alternativas, con el objetivo de identificar posibles riesgos, la familia Azcona podría encontrar otras maneras de impugnar el acuerdo, como podrían ser la lesión del interés social porque el acuerdo ha sido impuesto de manera abusiva por la mayoría, ya que se considera que se ha tomado sin una necesidad razonable, por parte de la mayoría en interés propio y en detrimento del resto de socios, en virtud del artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital.

No obstante, considero que no tendría mucho recorrido esta situación porque el acuerdo se ha tomado para mejorar la situación estratégica y las sinergias existentes entre ambas demuestran que el acuerdo no se ha tomado sin una necesidad razonable.

Por otro lado, en cuanto al conflicto de interés, en mi opinión, se trata de una argumentación que carece de sentido, por dos razones, la primera de ellas, es que se predica respecto de un socio, cuando el conflicto de interés en la Ley de Sociedades de Capital se regula en relación con los administradores; y, la segunda de ellas, es que el conflicto de interés se encuentra en OceanShips, sociedad en la que la familia Azcona no es socio, por lo que no podría impugnar un acuerdo de Estrella del Mar por existir un conflicto de interés en OceanShips.

- (iii) Impacto en el caso de que la fusión este inscrita o no³⁸

En cuanto a la fecha de efectos de la fusión, parece que la Ley de Modificaciones Estructurales no es del todo clara. En el artículo 16, recoge que la eficacia de la modificación estructural se entenderá desde la fecha de su inscripción en el Registro Mercantil, mientras que el artículo 55 recoge que se considera como fecha de la inscripción la fecha del asiento de presentación³⁹.

Pero es que, además, no hay claridad entre doctrina administrativa y jurisprudencial, pues si bien la primera considera que no hay retroacción de la eficacia a la fecha del asiento de presentación, la jurisprudencia entiende que la modificación de estructural se entiende realizada en el momento que se levanta asiento de presentación, que se entiende como fecha de inscripción.

Ahora habría que analizar cuál es la eficacia de la operación desde que se suscribe el proyecto hasta que se inscribe⁴⁰:

- (i) Suscripción del proyecto: se trata de un contrato preparatorio con eficacia obligacional, pero la transmisión no se ha llevado a cabo todavía, pero, si la operación sigue adelante, se realizará como se recoge en el proyecto.
- (ii) Aprobación por las juntas generales: la modificación estructural tendrá efectos internos en la sociedad desde que las sociedades adoptan el acuerdo de aprobación del proyecto. Es decir, las sociedades están obligadas a actuar como si el acuerdo ya hubiese sido inscrito.
- (iii) Otorgamiento de escritura pública: es un documento que sirve para la inscripción en el Registro Mercantil, pero, hasta que no se inscriba, las sociedades intervinientes siguen operativas.

Por lo tanto, la conclusión que puede sacarse de estos conceptos es que, la fusión podría ser detenida en el caso de que se estimen las pretensiones de la familia Azcona hasta el momento

³⁸ Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España. (2023). *Criterios interpretativos del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España (CORPME) sobre algunas cuestiones de la nueva Ley de Modificaciones Estructurales*.

³⁹ Ansón Peironcely, R., & Pérez Aguilera, L. (2016). Impugnación judicial o arbitral de fusiones y escisiones. *Diario La Ley*

⁴⁰ Cabanas Trejo, R. (2017). Inscripción convalidante de la fusión y accion rescisoria concursal. *Diario La Ley*.

de la inscripción en el Registro Mercantil, momento a partir del cual la modificación estructural tendrá total validez.

3. PARTE 3: IMPLEMENTACIÓN DEL PROGRAMA DE *SCRIP DIVIDEND*⁴¹

En primer lugar, recordemos que el *Scrip Dividend*, es una manera de retribuir al accionista, según la cual se le permite elegir entre recibir acciones de nueva emisión, transmitir todos o parte de sus derechos de asignación gratuita, o recibir una retribución en efectivo mediante el cobro de un Dividendo Complementario.

Conviene, por lo tanto, analizar cuál es la mejor manera de diseñar un programa de este tipo de manera que se adapte a las preferencias del Consejo de Administración, pero también de la familia Azcona, que, en principio, prefiere que la opción por defecto sea recibir un importe en efectivo.

3.1. Cuestiones previas

En este sentido, es preciso que la Junta General de Accionistas de la Sociedad adopte una serie de acuerdos que permitan implementar el programa que, básicamente, serían los siguientes dos acuerdos⁴²:

- (i) Aprobar un aumento de capital totalmente liberado que se realice con cargo a reservas tal y como se prevé en el artículo 303 de la Ley de Sociedades de Capital. Es importante que el aumento de capital se realice con cargo a reservas pues, de otro modo, no sería una retribución en favor de los accionistas, si no que deberían acudir al aumento de capital de forma corriente.

En este sentido, lo normal es que, en ese mismo acuerdo de aumento de capital, se delegue en el Consejo de Administración la ejecución del aumento de capital en atención al artículo 297 de la Ley de Sociedades de Capital, pudiendo este:

- a. Determinar la fecha en la que se llevará a cabo el aumento de capital. Lo normal es que se fije en un plazo de un (1) año, que es el plazo máximo permitido por la Ley de Sociedades de Capital.

⁴¹ Iberdrola. (2022). *OIR: Términos y condiciones de la primera edición del sistema de dividendo opcional "Iberdrola Retribución Flexible" correspondiente al ejercicio 2022*. Bilbao

⁴² Alfaro Águila-Real, J. (2015). Dividendos en especie. *Almacén de Derecho*.

- b. Determinar las reservas con cargo a las que se realizará el aumento de capital.
 - c. Fijar las condiciones del aumento en lo que no se haya podido prever en el acuerdo de la junta.
- (ii) Aprobar un pago complementario del dividendo correspondiente al ejercicio, delegando en el Consejo de Administración la determinación del importe bruto a distribuir en concepto de dividendo complementario por cada acción con derecho a percibirlo.

Esta sería la manera de crear un programa que se adapte a los requisitos de la Familia Machado, puesto que, en otros casos, se puede articular de otra manera. Por lo general, es frecuente que, en estos planes, no se pague un dividendo complementario, sino que se incluya una posibilidad de transmitir los derechos de asignación gratuita a la propia Sociedad a un precio fijo garantizado.

Por lo tanto, podemos determinar que las opciones que tiene el accionista en relación con este plan de *Scrip Dividend* consisten en:

- (i) Recibir acciones nuevas totalmente liberadas.
- (ii) Recibir una retribución en efectivo mediante el cobro del dividendo complementario.
- (iii) Transmitir la totalidad o parte de sus derechos de asignación gratuita en el mercado.

Es importante diseñar el programa de tal manera que, bien si optas por la opción (i), bien si optas por la opción (ii), el valor de la retribución sea equivalente, sin perjuicio del tratamiento fiscal que tienen ambas opciones.

Además, es importante destacar que la elección de una de las opciones excluye la posibilidad de elegir cualquiera de las otras opciones, excepto que se elija solo para una parte de sus acciones, en cuyo caso podrá seguir optando a todas las opciones con sus acciones restantes.

3.2. Funcionamiento del programa de *Scrip Dividend*

Para el ejercicio de cualquiera de las anteriores opciones, se establecerá un plazo determinado en el que podrán optar a cualquiera de ellas. Ahora bien, la opción de recibir una retribución en efectivo mediante el cobro de un dividendo complementario solo está disponible para aquellos accionistas que lo fuesen con anterioridad a la adopción del acuerdo de la Junta General de Accionistas. Es decir, aquellos accionistas que tuviesen derecho a nuevas acciones como consecuencia a una transmisión previa de derechos de asignación gratuita en su favor, solo

podrán optar por recibir las acciones totalmente liberadas o transmitir esos derechos en el mercado.

En caso de que, pasado el plazo de opción no se haya ejercido ninguna de las anteriores opciones, la retribución en efectivo de un dividendo complementario operará por defecto, en atención a las exigencias de la Familia Machado (y así considera la doctrina que debería ser⁴³).

Conviene ahora establecer el cálculo del número de derechos necesarios para recibir una acción nueva y el importe del dividendo complementario, así como el número máximo de acciones a emitir:

- (i) El número de derechos de asignación gratuita para recibir una acción liberada se calculará con la siguiente fórmula:

$$\text{Número de derechos} = \text{Número total de acciones} / \text{Número provisional de acciones}$$

Donde,

$$\text{Número provisional de acciones} = \text{Valor del Aumento de Capital} / \text{Precio medio de cotización}$$

En caso de asignación incompleta del aumento de capital, el capital social se ampliará en el importe correspondiente a los derechos de asignación gratuita que hayan ejercido su derecho de forma expresa, en atención al artículo 311 de la Ley de Sociedades de Capital.

- (ii) Por su parte, el dividendo complementario se calculará de la siguiente forma:

$$\text{Dividendo complementario} = \text{Precio medio de cotización} / \text{Número de derechos}$$

- (iii) En cuanto al número máximo de acciones a emitir, el cálculo será el siguiente:

$$\text{Número máximo de acciones} = \text{Número total de acciones} / \text{Número de derechos}$$

⁴³ Alfaro Águila-Real, J. (2021). La distribución de dividendos. *Almacén de Derecho*.

3.3. Naturaleza de las nuevas acciones

Las nuevas acciones serán acciones ordinarias con el mismo valor nominal que las acciones en circulación, y de la misma clase y serie. Estas nuevas acciones se emitirán sin prima de emisión y, como toda sociedad cotizada, estarán representadas por anotaciones en cuenta. La Sociedad solicitará la admisión a negociación de las nuevas acciones.

Estas nuevas acciones tendrán los mismos derechos económicos y políticos que las acciones ordinarias que se encuentran en circulación.

**ANEXO 1.2.1:
CALENDARIO DE SEGREGACIÓN**

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	COMENTARIOS
1.	Solicitud de certificados	Certificados de estar al corriente en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social (se adjuntan al Proyecto)	
2.	<p>Balance de segregación de cada una de las sociedades participantes.</p> <p>Verificación de balances por el auditor de la sociedad si existe obligación de auditar las cuentas.</p>	<p>(i) Último balance anual aprobado si está cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto común de segregación.</p> <p>(ii) En otro caso, elaborar balance con fecha posterior al primer día del tercer mes anterior a la fecha del proyecto común de segregación.</p>	Elaborado por los administradores de cada una de las sociedades participantes en la segregación
3.	Elaboración del proyecto de segregación	<p>1. Menciones mínimas de todo proyecto de modificación estructural (art. 4 LME)</p> <p>2. Menciones específicas del proyecto de segregación (art. 64, en relación con el art 40 y concordantes LME)</p> <p>3. Otras menciones (art. 64 LME)</p>	Elaborado y firmado por todos los administradores de todas las sociedades participantes en la segregación.

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	COMENTARIOS
4.	Elaboración del informe de administradores (sección para los trabajadores)	<p>(i) Las consecuencias de la segregación (jurídicas, económicas y sociales) para las relaciones laborales y, en su caso, medidas para preservar dichas relaciones.</p> <p>(ii) Cualquier cambio sustancial en las condiciones de empleo aplicables o en la ubicación de los centros de actividad.</p> <p>(iii) El modo en que los factores contemplados en los apartados (i) y (ii) anteriores afectan a las filiales de las sociedades participantes en la segregación.</p> <p>No será necesario cuando la sociedad y sus filiales, en su caso, no tengan más trabajadores que los que formen parte del órgano de administración o dirección.</p>	
5.	Acuerdo del órgano de administración	Acuerdo del órgano de administración de cada una de las sociedades participantes por el que se apruebe: (i) el balance de segregación (en su caso); (ii) el Proyecto y (iii) el informe de administradores.	

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	COMENTARIOS
6.	Inserción del informe de administradores en la página web o envío a los trabajadores	Una vez aprobado por el órgano de administración, el informe deberá insertarse en la página web de las sociedades participantes y, si no dispone de página web, enviarse por vía electrónica a los representantes de los trabajadores (o, en su caso, a los trabajadores)	Al menos un mes antes de la fecha prevista de la celebración de las juntas generales que aprueben la segregación
7	Publicidad preparatoria	Inserción del Proyecto y del anuncio sobre la posibilidad de hacer observaciones al Proyecto en la página web.	<p>En caso de que la sociedad no tenga página web, depósito de dichos documentos en el Registro Mercantil.</p> <p>No es necesario si ha sido adoptado el acuerdo de segregación por unanimidad en la junta universal de Estrella de Mar o por el socio único en Estrella Gestión Puertos. No pueden restringirse los derechos de información de los trabajadores.</p>
8.	Presentación en el Registro Mercantil de la inserción del Proyecto de Segregación y del anuncio sobre la posibilidad de hacer observaciones en la página web y de su fecha		

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	COMENTARIOS
9.	Publicación en el BORME del hecho de la inserción del Proyecto de Segregación, con indicación de la web en que figuren y de la fecha de inserción.		La publicación en el BORME deberá hacerse en los 5 días siguientes.
10.	Puesta a disposición de información documental	Información recogida en el artículo 46 LME, en relación con el artículo 64 LME.	Dicha documentación se insertará en la página web o se pondrá a disposición de los socios, obligacionistas y titulares de derechos especiales y representantes de los trabajadores (o de los propios trabajadores) en el domicilio social al menos un mes antes de la fecha prevista para la celebración de la junta general que apruebe la segregación.
11.	Convocatoria de la junta general	En la convocatoria se incluirán las menciones mínimas del proyecto, la fecha de inserción de la documentación en la página web de la sociedad y, si la sociedad careciera de página web, el derecho de todos los socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales y representantes de los trabajadores a examinar en el domicilio social copia de la documentación sobre la segregación, así como a	Al menos un mes antes de la fecha prevista para la celebración de la junta. No será necesaria la convocatoria si es celebrada por el procedimiento universal.

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	COMENTARIOS
		obtener la entrega o el envío gratuito de los mismos por medios electrónicos.	
12.	Formulación de opiniones y/o observaciones por parte de los trabajadores	Opiniones de los representantes de los trabajadores sobre el informe de administradores (que deberán adjuntarse al informe y ser objeto de información a la junta) y observaciones al Proyecto.	
13.	Celebración de la/s junta/s general/es de socios	<ol style="list-style-type: none"> 1. Aprobación del Proyecto y de la segregación. 2. Aprobación del balance de segregación, en su caso. 3. Aprobación de la constitución de la nueva sociedad beneficiaria de la segregación, en su caso. 	
14.	Publicación de la segregación o notificación individual escrita	Publicación en el <i>BORME</i> y en la página web o, a falta de ella, en un diario de gran circulación en la provincia donde la sociedad tiene su domicilio, o notificación individual por escrito a todos los socios y acreedores.	
15.	Otorgamiento de la escritura pública de segregación	Otorgan la escritura las sociedades participantes en la segregación.	

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	COMENTARIOS
17.	Presentación a inscripción de la escritura de segregación en el Registro Mercantil		

**ANEXO 1.2.2:
CALENDARIO DE FUSIÓN SIMPLIFICADA**

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	COMENTARIOS
1.	Solicitud de certificados	Certificados de estar al corriente en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social (se adjuntan al Proyecto).	Solicitud de certificados a la Administración tributaria y a la Seguridad Social
2.	Balance de fusión de cada una de las sociedades participantes	<p>(i) Último balance anual aprobado si está cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto común de fusión.</p> <p>(ii) En otro caso, elaborar balance con fecha posterior al primer día del tercer mes anterior a la fecha del proyecto común de fusión.</p>	Elaborado por los administradores de cada una de las sociedades participantes en la fusión
3.	Auditoría del balance de fusión	Verificación del balance de fusión por el auditor de cuentas de la sociedad si existe obligación de auditar.	
4.	Elaboración del proyecto común de fusión	<p>1. Menciones mínimas de todo proyecto de modificación estructural (artículo 4 LME)</p> <p>2. Menciones específicas del proyecto de fusión (artículo 40 LME)</p>	Elaborado y firmado por todos los administradores de todas las sociedades

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	COMENTARIOS
5.	Elaboración del informe de los administradores (sección para los trabajadores)	<p>(i) Las consecuencias de la fusión para las relaciones laborales y, en su caso, medidas para preservar dichas relaciones.</p> <p>(ii) Cualquier cambio sustancial en las condiciones de empleo aplicables o en la ubicación de los centros de actividad.</p> <p>(iii) El modo en que los factores contemplados en los apartados (i) y (ii) anteriores afectan a las filiales de las sociedades participantes en la fusión.</p>	Los administradores de las sociedades participantes elaboran su propio informe.
6.	Acuerdo del órgano de administración	Aprobación de: (i) balance de fusión; (ii) Proyecto de fusión, y (iii) el informe de administradores sobre el Proyecto.	Acuerdo del órgano de administración de cada una de las sociedades participantes
7.	Inserción del informe de administradores en la página web o envío a los trabajadores.	Inserción en la página web o, en su caso, envío por vía electrónica a los trabajadores del informe de administradores.	Al menos un mes antes de la fecha prevista de la celebración de la junta o juntas generales que aprueben la fusión
8.	Puesta a disposición de información documental	Información recogida en el artículo 46LME.	La información citada deberá insertarse en la página web o, en caso de puesta a disposición en el domicilio social, con derecho a entrega o envío gratuito a sus destinatarios, con un mes de antelación,

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	COMENTARIOS
			como mínimo, a la fecha prevista para la celebración de la junta que haya de acordar la fusión.
9.	Celebración de la junta de socios	<ol style="list-style-type: none"> 1. Aprobación del Proyecto. 2. Aprobación del balance de fusión. <p>La junta general tomará nota de (i) los informes de administradores y, en su caso, de las opiniones presentadas por los trabajadores o sus representantes a dichos informes y (ii) los informes de expertos independientes, así como de las observaciones presentadas, en su caso, por socios, acreedores o trabajadores.</p>	Los administradores informarán de las modificaciones importantes de activo o del pasivo sufridas por la/s sociedad/es entre la fecha del Proyecto y la reunión de la junta general
10.	Publicación de la fusión o notificación individual escrita	Publicación en el <i>BORME</i> y en la página web o, a falta de ella, en un diario de gran circulación en la provincia donde las sociedades tienen su domicilio, o notificación individual por escrito a todos los socios y acreedores.	
11.	Otorgamiento de la escritura pública de fusión	Otorgan la escritura las sociedades participantes en la fusión.	

	ACTUACIÓN	CONTENIDO	COMENTARIOS
12.	Presentación a inscripción de la escritura de fusión en el Registro Mercantil	Si la fusión se lleva a cabo mediante la creación de una nueva sociedad, la escritura deberá contener las menciones legalmente exigidas para su constitución y, si se efectúa por absorción, la escritura contendrá las modificaciones estatutarias acordadas y el número, clase y serie de acciones, participaciones o cuotas que hayan de ser atribuidas en cada caso a cada uno de los nuevos socios.	

BIBLIOGRAFÍA

DOCTRINA

- Acosta Álvarez, T. (2024). La due diligence legal previa a la adquisición de empresa. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.
- Alfaro Águila-Real, J. (2015). Dividendos en especie. *Almacén de Derecho*.
- Alfaro Águila-Real, J. (2018). Lección de pactos parasociales. *Almacen de Derecho*.
- Alfaro Águila-Real, J. (2021). La distribución de dividendos. *Almacén de Derecho*.
- Alfaro Águila-Real, J. (2023). El fundamento de la impugnabilidad ex art. 204 LSC de los acuerdos sociales que infringen un pacto parasocial omnilateral. *Almacén de Derecho*.
- Amado Ruz, A. (2022). Cláusulas non-compete en las adquisiciones de compañías. *Economist & Jurist*.
- Ansón Peironcely, R., & Pérez Aguilera, L. (2016). Impugnación judicial o arbitral de fusiones y escisiones. *Diario La Ley*.
- Cabanas Trejo, R. (2017). Inscripción convalidante de la fusión y accion rescisoria concursal. *Diario La Ley*.
- Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España. (2023). *Criterios interpretativos del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España (CORPME) sobre algunas cuestiones de la nueva Ley de Modificaciones Estructurales*.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2022). *Preguntas y respuestas sobre ofertas públicas de adquisición de valores (opas)*.
- Gómez Pomar, F., & Gili Saldaña, M. (2024). Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (4ª Edición)*. LaLey.
- Gutiérrez Hernández, A., & Arranz Fernández-Bravo, T. (2024). El control de las concentraciones económicas por las autoridades de defensa de la competencia. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.

- Iberdrola. (2022). *OIR: Términos y condiciones de la primera edición del sistema de dividendo opcional "Iberdrola Retribución Flexible" correspondiente al ejercicio 2022*. Bilbao.
- Ilustre Colegio de Procuradores de Madrid. (s.f.). *Arancel de Derchos de los Procuradores de los Tribunales*. Madrid.
- Jordano Luna, M. (2024). Fusiones de sociedades cotizadas. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.
- López-Santacruz Montes, J., & Ortega Caraballo, E. (2023). Régimen fiscal. En *Memento Reorganización Empresarial*. Lefebvre-El Derecho.
- Paredes Galego, C., Pereda Espeso, J., & Redonet Sánchez del Campo, J. (2024). Ofertas públicas de adquisición de valores (I). En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.
- Paz-Ares Rodríguez, C. (2003). El Enforcement de los Pactos Parasociales. *Uría Menendez*.
- Sala Arquer, J., Folguera Crespo, J., Massaguer Fuentes, J., & Gutiérrez, A. (2015). *Comentario a la Ley de Defensa de la Competencia y a los preceptos sobre organización y procedimientos de la ley de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia*. Thomson Reuters.
- Tortuero Ortiz, J. (2024). El contrato de compraventa de acciones. En R. Sebastián Quetglas, & M. Jordano Luna, *Manual de fusiones y adquisiciones (4ª Edición)*. LaLey.
- Vives Ruiz, F. (2022). Constitución de las Sociedades de Capital. En *Derecho de Sociedades*.
- Vives Ruiz, F. (2022). Las Modificaciones Estructurales de las Sociedades. En *Derecho de Sociedades*.
- Vives Ruiz, F. (2022). Notas introductorias al régimen jurídico de las Sociedades Cotizadas. En *Derecho de Sociedades*.

LEGISLACIÓN

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

Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

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

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica del Código de Comercio.

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

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

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.

Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas.

Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado.

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

JURISPRUDENCIA

Resolución de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia de 19 de julio de 2023,
Licitaciones Materia Militar.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 6 de octubre de 2021 (Asunto C-882/19).

Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de mayo de 2012.

Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de abril de 2022.

Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2016.