



FACULTAD DE DERECHO

TRABAJO DE FIN DE MÁSTER
CASO PRÁCTICO

Máster Universitario en Acceso a la Abogacía y la Procura + Máster de Formación
Permanente en Abogacía Internacional
Especialidad de Empresa

Autor: **Patricia María González San Martín**

Tutor: **Guillermo Guerra Martín**

Madrid

Diciembre, 2024

ÍNDICE

ABREVIATURAS	5
NOTA SOBRE LA POTENCIAL ADQUISICIÓN DE ESTRELLA GESTIÓN DE PUERTOS, S.L.U. (“PROYECTO ESTRELLA”)	1
1. INTRODUCCIÓN	1
2. EL PROCEDIMIENTO SANCIONADOR DE LA CNMC SOBRE LA MATRIZ	2
2.1 RESUMEN DE SITUACIÓN.....	2
2.2 DETERMINACIÓN DEL RIESGO DE UNA POTENCIAL SANCIÓN DE LA CNMC.....	2
2.2.1 Multa administrativa.....	3
2.2.2 Prohibición de contratar.....	4
2.2.3 Extinción de las concesiones de las que son titulares los sancionados	5
2.2.4 Responsabilidad civil	6
2.2.5 Perjuicio reputacional	7
2.3 RECOMENDACIONES PARA EVITAR Y/O REDUCIR EL RIESGO.....	7
2.4 PROPUESTA DE PROTECCIÓN CONTRACTUAL PARA EL CLIENTE	8
2.4.1 Multa administrativa.....	8
2.4.2 Prohibición de contratar.....	10
2.4.3 Extinción de las concesiones de las que son titulares los sancionados	11
2.4.4 Responsabilidad civil	13
2.4.5 Perjuicio reputacional	13
2.5 PROPUESTA DE CIERRE DEL SISTEMA DE PROTECCIÓN PARA EL CLIENTE: <i>EARN-OUT</i>	14
3. LA REESTRUCTURACIÓN SOCIETARIA DEL GRUPO DEL VENDEDOR	14
3.1 RESUMEN DE SITUACIÓN.....	14
3.2 DISTINTAS PROPUESTAS DE REORGANIZACIÓN SOCIETARIA.....	14
3.2.1 Aportación de la Matriz	15
3.2.2 Aportación de Estrella Marruecos.....	20
3.2.3 Impacto de cada propuesta en determinados elementos clave	22
3.3 PROPUESTA SELECCIONADA Y ESTIMACIÓN RAZONABLE DE CALENDARIO.....	24

3.4	RELACIÓN DE CAUTELAS A TENER EN CUENTA Y SU COBERTURA CONTRACTUAL	25
4.	EL PROCEDIMIENTO JUDICIAL POR DAÑOS	26
4.1	RESUMEN DE SITUACIÓN.....	26
4.2	ALCANCE Y CONSECUENCIAS DEL PROCEDIMIENTO DE RECLAMACIÓN DE DAÑOS. PROPUESTA DE PROTECCIÓN CONTRACTUAL	26
4.3	PROFESIONALES QUE DEBEN INTERVENIR Y VALORACIÓN DE SUS HONORARIOS	27
5.	EL COMPROMISO DE NO COMPETENCIA.....	28
5.1	RESUMEN DE SITUACIÓN.....	28
5.2	VIABILIDAD DEL COMPROMISO DE NO COMPETENCIA.....	28
	NOTA SOBRE LOS ASPECTOS SOCIETARIOS DE LAS POTENCIALES OPERACIONES SOCIETARIAS ENTRE ESTRELLA DEL MAR Y OCEANSHIP (“PROYECTO OCEAN”)	1
1.	INTRODUCCIÓN	1
2.	LA ADQUISICIÓN DE UNA PARTICIPACIÓN MINORITARIA DE OCEANSHIP	2
2.1	RESUMEN DE SITUACIÓN.....	2
2.2	LA OBLIGATORIEDAD DE LA OPA Y ALTERNATIVAS PARA ARTICULAR LA ADQUISICIÓN.....	2
2.3	EL PROGRAMA DE RECOMPRA DE OCEANSHIP	3
3.	LA ABSORCIÓN DE ESTRELLA DEL MAR POR PARTE DE OCEANSHIP.....	4
3.1	RESUMEN DE SITUACIÓN.....	4
3.2	LA POSIBILIDAD DE ARTICULAR LA FUSIÓN SIN LA OBLIGACIÓN DE FORMULAR LA OPA	4
3.3	ESTIMACIÓN RAZONABLE DE CALENDARIO	5
4.	EL CONFLICTO CON LA FAMILIA AZCONA	8
4.1	RESUMEN DE SITUACIÓN.....	8
4.2	EL POSIBLE IMPACTO EN EL PROYECTO OCEAN DEL INCUMPLIMIENTO DEL PACTO DE ACCIONISTAS	8
4.3	LA POTENCIAL RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL DERIVADA DEL INCUMPLIMIENTO DEL PACTO DE ACCIONISTAS	9
	NOTA SOBRE LAS PROPUESTAS DE RETRIBUCIÓN ALTERNATIVAS PARA LOS ACCIONISTAS DE OCEAN ESTRELLA, S.A. (“ESTRELLA RETRIBUCIÓN FLEXIBLE”).....	1
1.	INTRODUCCIÓN	1

2.	LOS PLANES DE RETRIBUCIÓN FLEXIBLE O <i>SCRIP DIVIDENDS</i>	2
3.	LA IMPLEMENTACIÓN DEL PROGRAMA DE RETRIBUCIÓN FLEXIBLE.....	2
4.	LA OPCIÓN POR DEFECTO EN LOS <i>SCRIP DIVIDENDS</i>	5
5.	EL CONFLICTO CON LA FAMILIA AZCONA: EL DERECHO A RECIBIR UN DIVIDENDO EN EFECTIVO	5
	BIBLIOGRAFÍA	55

ABREVIATURAS

BORME	Boletín Oficial del Registro Mercantil
CC	Código Civil
CdA	Consejo de Administración
CNMC	Comisión Nacional del Mercado de la Competencia
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CP	<i>Condition Precedent</i> (Condición Suspensiva)
CS	<i>Condition Subsequent</i> (Condición Resolutoria)
DGRN	Dirección General de los Registros y del Notariado (actual Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública)
EESS	Estatutos Sociales
ET	Estatuto de los Trabajadores
JG	Junta General de accionistas / de socios
LCSP	Ley de Contratos del Sector Público
LDC	Ley de Defensa de la Competencia
LEC	Ley de Enjuiciamiento Civil
LIS	Ley del Impuesto sobre Sociedades
LMVSI	Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión
LPAC	Ley del Patrimonio de las Administraciones Públicas
LPACAP	Ley del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas
LPTMPV	Ley de Puertos y Transporte Marítimo del País Vasco
LRJSP	Ley del Régimen Jurídico del Sector Público
LSC	Ley de Sociedades de Capital
OIR	Otra Información Relevante (artículo 227 Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión)
OPA	Oferta Pública de Adquisición
PGC	Plan General Contable
RAM	Reglamento sobre el Abuso de Mercado
RDC	Reglamento de Defensa de la Competencia
RDLME	Real Decreto Ley de Modificaciones Estructurales
RD OPAs	Real Decreto sobre el régimen de las OPAs

Reglamento 2016/1052	Reglamento Delegado de Desarrollo del Reglamento sobre el Abuso de Mercado, en lo que respecta los programas de recompra
RM	Registro Mercantil
RRM	Reglamento del Registro Mercantil
R&Ws	<i>Representations and Warranties</i> (Manifestaciones / declaraciones y garantías)
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
SPA	<i>Sale and Purchase Agreement</i> (Contrato de Compraventa)
STJUE	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
TFUE	Trata de Funcionamiento de la Unión Europea
TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
TS	Tribunal Supremo

NOTA SOBRE LA POTENCIAL ADQUISICIÓN DE ESTRELLA GESTIÓN DE PUERTOS, S.L.U. ("PROYECTO ESTRELLA")

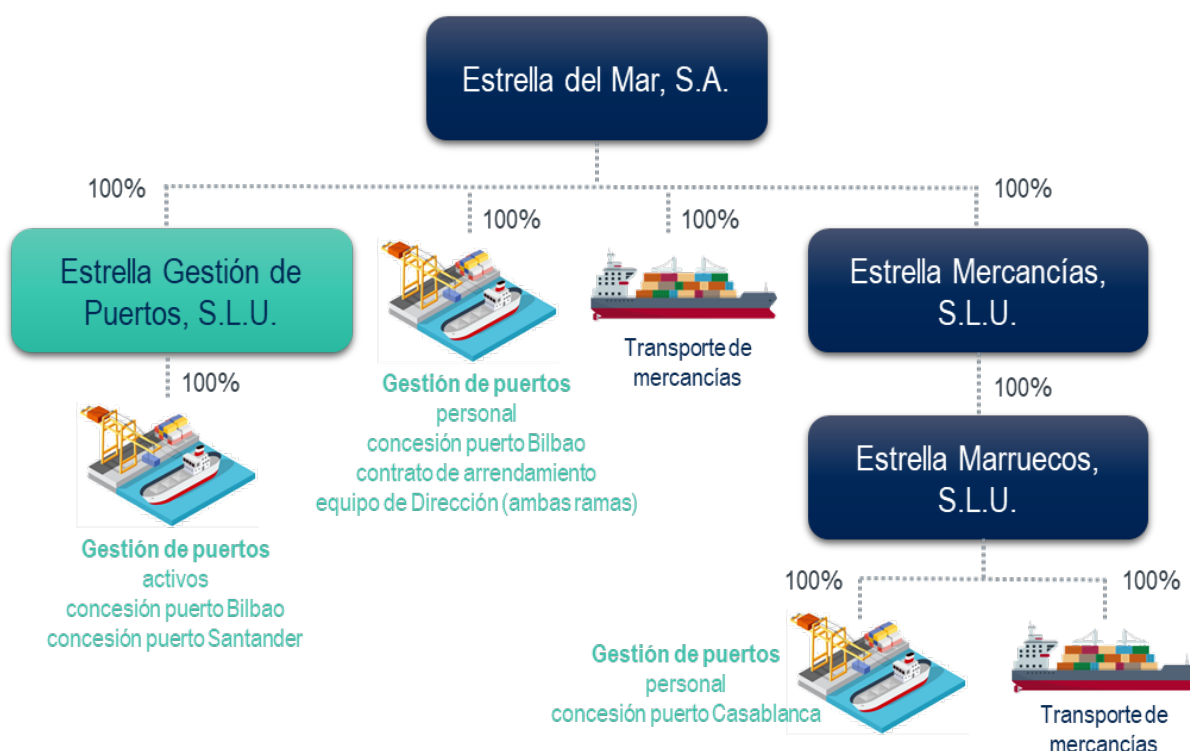
1. INTRODUCCIÓN

La presente nota (la "Nota") se elabora a petición del fondo de inversión Atlas Capital (el "Fondo", el "Cliente" o el "Comprador") con el objeto de responder a distintas cuestiones planteadas por el Cliente dentro del marco de una potencial adquisición de la sociedad Estrella Gestión de Puertos, S.L.U. (la "Target"), para su posterior fusión con Andalusia Harbors, S.L. (el "Proyecto Estrella").

Según la información facilitada, la Target está íntegramente participada por la sociedad Estrella del Mar, S.A. (la "Matriz" o el "Vendedor"), cuyo objeto social consiste en el transporte internacional de mercancías y en la gestión portuaria (guía de grandes buques dentro de puerto y trabajos de estiba). Siendo esta última, la rama de actividad en la que está interesado el Cliente.

En adelante, el Comprador junto con el Vendedor serán considerados las "Partes", y cada una de ellas por separado la "Parte".

Se incluye un esquema resumen de la estructura societaria del grupo Estrella (el "Grupo") (Gráfico 1).



En esta Nota, se analizan las siguientes cuestiones planteadas por el Cliente:

- (i) El procedimiento sancionador de la CNMC sobre la Matriz (apartado 2);
- (ii) La reestructuración societaria del grupo del Vendedor (apartado 3);
- (iii) El procedimiento judicial por daños (apartado 4); y
- (iv) El compromiso de no competencia (apartado 5).

Esta Nota se limita a la descripción de cuestiones de Derecho español y no constituye asesoramiento comercial, de negocio, financiero, empresarial, ni de valoración. La Nota se ha preparado exclusivamente con base en la información proporcionada por el Cliente.

2. EL PROCEDIMIENTO SANCIONADOR DE LA CNMC SOBRE LA MATRIZ

2.1 RESUMEN DE SITUACIÓN

El Cliente ha tenido conocimiento de la existencia de un procedimiento sancionador de la CNMC, abierto en diciembre de 2023 contra la Matriz, sobre el cual, el Vendedor le informa de que los hechos de los que trae origen son las repetidas reuniones del jefe de división de la Matriz con sus homólogos en otras 4 compañías, con el objetivo de pactar el reparto de las subastas a las que concurrir y maximizar los retornos económicos.

Ante esta situación, el Cliente nos solicita (i) una evaluación del potencial riesgo que podría derivarse para la Target y el Cliente si dicho expediente sancionador efectivamente concluyese con una sanción para la Matriz; (ii) recomendaciones para evitar que se materialice la sanción o para reducir el alcance y efectos negativos de la misma; y (iii) una propuesta de protección contractual para el Cliente, que garantice la indemnidad del Fondo en el caso de que finalmente se imponga una sanción.

2.2 DETERMINACIÓN DEL RIESGO DE UNA POTENCIAL SANCIÓN DE LA CNMC

Resulta evidente que nos encontramos ante una **práctica colusoria prohibida**. El artículo 1 LDC (y el 101 TFUE), que recoge la prohibición general de aquellas prácticas que *tengan por objeto o produzcan el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia*, prevé expresamente el reparto del mercado. Práctica, que se encuadra dentro de la definición de “**cártel**” de la disposición adicional cuarta de la LDC.

La LDC prevé la posibilidad de que la CNMC declare, atendiendo a la práctica colusoria realizada y a la cuota de mercado, que se trata de una “conducta de menor importancia”, por considerar que no es *apta para afectar de manera significativa a la competencia* (artículos 3 RDC y 5 LDC). Esto supondría la exclusión de la aplicación de la prohibición del artículo 1 LDC y, por tanto, la disipación de este riesgo para el Cliente.

Sin embargo, considerando los reducidos umbrales de cuota de mercado que se fijan en el artículo 1 b) RDC (que la cuota de mercado conjunta de las empresas competidoras no exceda del 10% en ninguno de los mercados relevantes afectados), entendemos que es poco probable que se vaya a declarar como “conducta de menor importancia” la actuación de la Matriz y, por ello, se hace necesario entrar a analizar las consecuencias de la práctica colusoria.

Así las cosas, el incumplimiento de la prohibición del artículo 1 LDC se califica de infracción “muy grave” y, consecuentemente, la resolución de la CNMC puede contener, entre otras, orden de cesación de las conductas prohibidas, imposición de multas y de obligaciones determinadas y/u orden de remoción de los efectos de las prácticas prohibidas. No obstante, habrá que atender especialmente a las particularidades del caso para determinar los posibles pronunciamientos del expediente sancionador, así como cualesquiera otros efectos que de éste se puedan derivar y que generen un riesgo para la Target y el Cliente.

Así, en este caso, los riesgos directos que podrían derivarse de la resolución de la CNMC son: (i) la imposición de una multa; y (ii) la imposición de prohibiciones de contratar. Adicionalmente, se prevén tres riesgos indirectos consistentes en: (iii) la extinción de las concesiones de las que son titulares los posibles sancionados; (iv) la responsabilidad civil derivada de los daños y perjuicios que la conducta colusoria haya podido ocasionar; y (v) el perjuicio reputacional que se genere para la Target.

2.2.1 Multa administrativa

La LDC prevé para las *empresas que infrinjan lo dispuesto en la presente ley*, la posibilidad de que la CNMC imponga multas -en este caso, al tratarse de una infracción muy grave- (i) de hasta el 10% del volumen de negocios de la sancionada; o (ii) de más de 10 millones de euros. Por lo tanto, será de especial relevancia determinar quiénes son esas *empresas* que han infringido las normas del Derecho de la Competencia, y que serán a las que se les imponga la multa.

Actualmente, el expediente sancionador se encuentra incoado contra la Matriz, lo que significa que, sin iniciarse un nuevo procedimiento contra la Target, la CNMC solamente podrá sancionar a aquella sociedad contra la que se dirige la investigación (artículo 63.2 LPACAP). De forma que no surgiría riesgo para el Cliente -con las salvedades que se exponen *infra*-, pues quedaría la multa en sede del Vendedor.

Otro escenario se plantearía si la CNMC iniciase un expediente contra la Target o si se ampliase subjetivamente el ya incoado para ir también contra la Target, ya que la multa podría también recaer sobre ésta, generándose, entonces sí, un perjuicio económico para el Cliente. Sin embargo, esto es poco probable, ya que, antes de iniciar el procedimiento sancionador, la CNMC habrá llevado a cabo las actuaciones previas para determinar *la identificación de la persona o personas que pudieran resultar responsables* (artículo 55.2 LPACAP), habiendo concluido que la única potencial responsable es la Matriz.

Por ello, solo la Matriz podría -en principio- ser responsable de la práctica colusoria y, por tanto, solamente a ella podrá imponérsele la multa, en virtud del **principio de responsabilidad personal del Derecho Administrativo Sancionador** (artículos 28 LRJSP y 61.1 LDC). Sin embargo, existen 3 excepciones a este principio general:

- (i) la responsabilidad solidaria de empresas matrices. Prevista en el artículo 61.2 LDC, impone la solidaridad en el pago de la multa entre filial y matriz, cuando la práctica colusoria ha sido llevada a cabo por la filial, pero dicho comportamiento ha sido determinado por la matriz. Por lo que no aplicaría al supuesto en cuestión;
- (ii) el concepto económico de “empresa”. Idea desarrollada por la STS de 27 de mayo de 2019, que determinó la posibilidad de responsabilizar exclusivamente a la matriz por prácticas colusorias llevadas a cabo por una de sus filiales. Supuesto, que tampoco aplica a nuestro caso; y
- (iii) el principio de continuidad económica. Mecanismo que nace para evitar que, mediante el uso estructuras societarias, las empresas sancionadas consigan eludir el pago de la multa. La STJUE de 14 de marzo de 2019, desarrollando el concepto de “sucesores legales o económicos” a los que el artículo 61 LDC extiende la responsabilidad de la sanción, concluye con la necesidad de *imputar la responsabilidad de las infracciones de esas normas al adquirente de la empresa infractora cuando ésta desaparece a consecuencia de su absorción por aquel*.

En esta línea, la CNMC, en su resolución de 1 de octubre de 2019, introduce el criterio de “identidad sustancial” para fijar que el principio de continuidad económica deberá aplicarse siempre que la fusión / adquisición se demuestre que haya sido realizada en fraude, o que provoque *de facto* (i) que la antigua propietaria haya dejado de existir; (ii) que sea material y objetivamente imposible reclamarle la multa por estar la empresa sancionada en liquidación; o (iii) que no desarrolle actividades económicas.

Por último, en supuestos de cesiones parciales en los que se transmite la unidad de negocio vinculada a la infracción -especialmente entre empresas del mismo grupo-, aún sin que desaparezca la empresa cedente, el TS señaló que ***la responsabilidad sancionadora se produce, por tanto, también en los casos en los que la empresa infractora transfiere o segrega a otra entidad todo el negocio o actividad económica que motivó la infracción (...)***. (STS de 13 de marzo de 2019).

2.2.2 Prohibición de contratar

Impone el artículo 71.1 b) LCSP la prohibición de contratar con el sector público a quienes hubieran sido sancionados con carácter firme por infracción grave en materia de falseamiento de la competencia.

Para determinar el riesgo que conlleva esta sanción habrá que analizar, en primer lugar, el ámbito subjetivo de la prohibición, y, en segundo lugar, el procedimiento de apreciación de la misma.

Con respecto al ámbito subjetivo, vuelve a operar el principio de responsabilidad personal, que igualmente vuelve a verse excepcionado. El artículo 71.3 LCSP indica que *las prohibiciones de contratar afectarán también a aquellas empresas de las que, por razón de las personas que la rigen o de otras circunstancias, pueda presumirse que son continuación o que derivan, por transformación, fusión o sucesión, de otras empresas*. Esto es especialmente relevante, porque podría *presumirse* que la Target, una vez realizada la reestructuración societaria para incluir en ella toda la rama de actividad de gestión de puertos, es *continuación* de la Matriz, aumentándose el riesgo de verse afectada por la prohibición de contratar.

A este respecto, la Junta Consultiva de Contratación Administrativa, en su Informe 25/09 de 1 de febrero de 2010, reconoce el carácter restrictivo de esta presunción e introduce, como elemento objetivador de la misma, la fecha de constitución de la “segunda sociedad” -esta es, la que podría presumirse que es continuación de la sancionada-. Así, si dicha sociedad se ha constituido en fecha posterior a la resolución que determina la prohibición, podría entenderse aplicable la presunción. Sin embargo, también establece la posibilidad de que **opere la presunción para el caso de sociedades del mismo grupo constituidas con anterioridad a la resolución de prohibición, siempre que exista identidad o similitud de objetos sociales y de medios humanos y materiales** con la empresa incurso en prohibición de contratar.

Así las cosas, entendemos que, de materializarse una resolución de carácter sancionador, es probable que se incluya una prohibición de contratar que afecte a la Target.

Con respecto al procedimiento de apreciación de la prohibición de contratar, el artículo 72.5 LCSP prevé que, si habiéndose fijado como sanción dicha prohibición, la CNMC no se ha pronunciado expresamente sobre su *alcance y duración* -lo cual es frecuente-, **no procederá la prohibición de contratar si la persona incurso en la misma acredita: (i) el pago o compromiso de pago de la multa; y (ii) la adopción de medidas** técnicas, organizativas y de personal apropiadas para evitar la comisión de futuras infracciones administrativas.

2.2.3 Extinción de las concesiones de las que son titulares los sancionados

Se ha calificado este riesgo como “indirecto”, pues la resolución de la CNMC no se va a pronunciar sobre este respecto. No obstante, conforme lo dispuesto en el artículo 94 LPAC, **una sanción de la CNMC que lleve aparejada la prohibición de contratar, conlleva automáticamente la extinción de la concesión**. Por lo tanto, son 2 los requisitos que deben concurrir para que se produzca la extinción de la concesión: (i) que el expediente sancionador de la CNMC concluya con una resolución que declare la existencia de una práctica colusoria; y (ii) que en dicha resolución se prevea como sanción la prohibición de contratar.

Así, en un escenario en el que se diesen ambos requisitos, afectando la prohibición de contratar tanto a la Matriz como a la Target, quedarían extinguidas las concesiones de los puertos de Bilbao, Ferrol y Santander. Sin embargo, con respecto a la concesión del puerto de Casablanca, deberá ser la Administración marroquí la que se pronuncie, con base en las normas su propio ordenamiento jurídico.

2.2.4 Responsabilidad civil

Nuevamente, el riesgo se ha calificado de “indirecto”, pues, aunque la ley le atribuya a los infractores la responsabilidad de indemnizar por el daño emergente y lucro cesante, este daño deberá ser reclamado, constatado y cuantificado por un juez del orden jurisdiccional civil. Si bien, en este caso aplicaría la presunción *iuris tantum* del artículo 76.3 LDC, que establece que las infracciones calificadas como “cártel” generan daños y perjuicios. A pesar de esta presunción, el potencial riesgo económico para el Cliente sigue siendo indirecto, en tanto que no se materializaría realmente a partir de la resolución de la CNMC, sino a partir de que exista sentencia estimatoria para el/los demandante/s.

Para determinar el alcance de este riesgo, se vuelve a hacer necesario analizar el ámbito subjetivo de esta sanción, es decir, a quién le es imputable esa responsabilidad por daños y perjuicios. Dispone el artículo 71.1 LDC que los responsables serán los *infractores*, regla que se excepciona en el numeral inmediatamente siguiente, extendiendo la responsabilidad también a *las empresas o personas que la controlan*.

Nuestro caso plantea el supuesto contrario, esto es, si la Target puede ser civilmente responsable por los daños y perjuicios ocasionados por la Matriz. Esta duda fue ya resuelta por STJUE de 6 de octubre de 2021, que señaló que *una entidad jurídica que no haya sido designada en dicha decisión como autora de una infracción del Derecho de la competencia puede, no obstante, ser considerada responsable sobre este fundamento debido al comportamiento infractor de otra entidad jurídica si esas dos personas jurídicas forman parte de la misma unidad económica*. La STJUE recoge 2 criterios cumulativos para determinar si, a estos efectos, una filial constituye, junto con su matriz, “unidad económica”: (i) que existan vínculos económicos, organizativos y jurídicos; y (ii) que exista un vínculo concreto entre la actividad económica de la filial y el objeto de la infracción de la que se ha declarado responsable a la matriz.

Atendiendo a la estructura del Grupo (Gráfico 1), resulta evidente que entre la Target y la Matriz existen vínculos económicos, organizativos y jurídicos, en tanto que, no solamente comparten rama de actividad, sino que existe confusión del equipo directivo que presta soporte a dicha actividad en ambas sociedades. Por otro lado, es igualmente manifiesto el vínculo entre la única actividad de la Target -la gestión de puertos a través de concesiones administrativas, entre las que se encuentra la del puerto de Santander- y el objeto de la infracción atribuida a la Matriz -el reparto de varias licitaciones, lo que *favoreció* la obtención de la concesión del puerto de Santander-.

Así las cosas, la Target y la Matriz han de considerarse una misma “unidad económica”, lo que supone que **cualquier “víctima” de la práctica colusoria podrá ejercitar una acción de resarcimiento por daños y perjuicios indistintamente contra cualquiera de ambas sociedades**.

2.2.5 Perjuicio reputacional

El artículo 23 RDC prevé que las sanciones en materia de competencia sean publicadas en la página web de la propia CNMC. Es también muy probable que la prensa se haga eco de dicha sanción, generando un impacto negativo en la percepción de los clientes, los proveedores y potenciales inversores sobre la Target.

2.3 RECOMENDACIONES PARA EVITAR Y/O REDUCIR EL RIESGO

Se plantean a continuación algunas recomendaciones que podrían ayudar a evitar o, al menos, a reducir los riesgos analizados:

- (i) posible prescripción de la infracción. Establece el artículo 68 LDC que **las infracciones muy graves prescribirán a los cuatro años**, empezando a computar desde el día en que se hubiera cometido la infracción o, en el caso de infracciones continuadas, desde el que hayan cesado. Dado que fueron varias las reuniones del jefe de división de la Matriz con sus homólogos de otras compañías, habrá que estar al momento en el que terminó dicha conducta. De forma que, si hubieran pasado 4 años desde esa fecha, la facultad sancionadora de la CNMC se habría extinguido, y con ella, el riesgo para el Cliente;
- (ii) **terminación convencional** del expediente sancionador. Los artículos 52 LDC y 39 RDC, prevén este modo atípico de terminación, por el que la CNMC resuelve discrecionalmente poner fin al procedimiento sancionador haciendo vinculantes unos compromisos ofrecidos voluntariamente por el infractor. De forma que se evitaría una resolución de la CNMC que declare la acreditación de la infracción y que imponga una sanción.

Sin embargo, este mecanismo alternativo se excluye, como *norma general*, para las investigaciones por infracción del artículo 1 LDC en relación con un cártel. Así, aun siendo poco probable que la CNMC vaya a aceptar esta vía de terminación, consideramos que es una oportunidad que merece la pena explorar; y

- (iii) posibilidad de acogerse al **programa de clemencia**. Los artículos 65 y 66 LDC prevén la facultad de la CNMC de eximir del pago de la multa o de reducir su importe al que ponga en su conocimiento la existencia de un cártel y su participación en él.

Para obtener la *exención* del pago de la multa, el artículo 65 LDC dispone dos situaciones: (a) que el solicitante aporte suficiente información y elementos de prueba que permitan ordenar una inspección; o (b) que el solicitante aporte elementos de prueba que permitan a comprobar la existencia de una infracción del artículo 1 LDC. Debiendo ser, en ambos casos, el primero en aportar dichas pruebas, para verse favorecido por la exención.

Cuando no se reúnan los requisitos necesarios para optar por la exención, el artículo 66 LDC prevé que el solicitante pueda beneficiarse de una *reducción* del importe de la multa, siempre que facilite elementos de prueba que *permitan aumentar la capacidad de la CNC de probar los hechos de que se trate* (artículo 49 RDC). En este supuesto, la prioridad vuelve

a ser clave ya que la reducción se configura como una cascada (el primer solicitante opta a la primera banda de reducción, el segundo a la segunda, y los demás a la siguiente).

Para optar por el programa de clemencia, se exigen adicionalmente los siguientes requisitos: (a) cooperar plena, continua y diligentemente con la CNMC; (b) poner fin a su participación en la presunta infracción; (c) no haber destruido elementos de prueba; y (d) no haber adoptado medidas para obligar a otras empresas a participar en la infracción.

Finalmente, reconociéndose la *exención* de la multa por clemencia, dicha exención aplicará necesariamente también a la prohibición de contratar. Sin embargo, de concederse la *reducción* de la multa, la exención de la prohibición de contratar no operará automáticamente, sino que la CNMC podrá optar entre concederla o no.

2.4 PROPUESTA DE PROTECCIÓN CONTRACTUAL PARA EL CLIENTE

Habiéndose expuesto en el apartado 2.2 los riesgos que se derivan del expediente de la CNMC, y aunque en el apartado 2.3 anterior se han planteado algunas medidas encaminadas a eliminar y/o reducir dichos riesgos, es recomendable blindar contractualmente la posición del Fondo, de forma que quede indemne frente a estas eventualidades.

Para lo cual, el Cliente deberá determinar, con arreglo a negocio y en atención a su poder dentro de la negociación, aquellas contingencias que constituyan “líneas rojas” y aquéllas cuyo perjuicio sea más asumible, ya que es probable que el Vendedor se muestre reacio a aceptar cláusulas que incrementen su responsabilidad. No obstante lo dicho, dado que no consta que haya otros *bidders*, presumimos que estamos en un proceso bilateral (en vez de en uno competitivo), lo cual, unido al hecho de que el Vendedor tenga “ganas” de *desinvertir su negocio de gestión portuaria*, pone al Fondo en una posición considerablemente privilegiada a la hora de negociar.

Por ello, recogemos una propuesta completa de medidas contractuales que garantizarían la máxima protección del Cliente, en un escenario óptimo de negociación. Así, dada la distinta naturaleza de cada uno de los riesgos, la solución contemplada para cada uno de ellos en el contrato de compraventa (el “SPA”) es también distinta, por lo cual se procede a su desglose a continuación.

2.4.1 Multa administrativa

Como se desarrolló en el punto 2.2.1, la multa podría extenderse también a la Target en el supuesto de que la Matriz transfiera a la Target la actividad económica que motivó la infracción, en este caso: la rama de gestión de puertos. Esto generaría un perjuicio para el Cliente, que estaría adquiriendo una empresa por un precio pactado, para cuya determinación se habrá tenido en cuenta la caja existente, la cual se vería disminuida por el pago de la multa.

Nos encontramos ante un riesgo conocido e identificado -aunque su materialización aún no se ha producido- que, en atención al daño económico que le puede ocasionar a la Target o al Cliente, reviste una especial trascendencia. Considerando estos elementos del riesgo, la máxima protección para el Fondo se garantizaría a través de la inclusión en el SPA de una **cláusula**

indemnizatoria o **specific indemnity**, que constituye un compromiso del Vendedor de mantener indemne al Comprador por el perjuicio económico que se derivaría del pago de la multa, si finalmente se materializara.

Es precisamente este componente de “incertidumbre” el que determina que la protección ante la potencial multa se articule a través de una *specific indemnity*, en vez de a través de una reducción del precio, para cuya aceptación, el Vendedor exigiría que ya existiese una resolución sancionadora de la CNMC. Por otro lado, tampoco sería recomendable instrumentar la protección a través del régimen de manifestaciones y garantías (las “**R&Ws**”), en el que el Vendedor afirme, por ejemplo, que no existen procedimientos sancionadores abiertos contra la Target, porque: (i) sería necesario incluir una *pro-sandbagging provision*, con su correspondiente impacto en el precio, por la que se faculte al Cliente a exigir responsabilidad al Vendedor por las contingencias cubiertas por las R&Ws, incluso cuando éste conocía previamente su inexactitud o falta de veracidad; y (ii) la responsabilidad del Vendedor quedaría limitada por los límites cuantitativos y temporales que se incluyen habitualmente en el régimen de R&Ws, y que se excluyen para las *specific indemnities* (que se configuran como compromisos de indemnidad incondicional).

Por todo lo dicho, recomendamos que la eventual sanción se proteja a través de una *specific indemnity*, en cuya redacción habrá que incluir, para que ésta sea realmente eficaz, un deber de indemnizar, no solamente por el daño sufrido, sino también por cualesquiera otros gastos asociados al evento dañoso.

En línea con esto, habrá que considerar el posible impacto fiscal que, como sujeto pasivo del impuesto sobre sociedades, el pago indemnizatorio pueda tener para el Cliente. Así, de conformidad con el apartado 2.6 de la Norma de Registro y Valoración 19º PGC, dentro del año siguiente a la consumación de la adquisición de la Target, el Cliente podrá contabilizar la indemnización como un ajuste del precio. Sin embargo, transcurrido el primer aniversario del *closing*, el importe de la indemnización tendrá la consideración de ingreso y, por tanto, estará sujeto a tributación. Por ello, es aconsejable incluir en el SPA una obligación de *gross-up*, que se activará para aquellos pagos indemnizatorios que tengan lugar transcurrido el primer año de la consumación, en virtud de la cual, el Vendedor deberá incrementar el importe de la indemnización en la cuantía de los impuestos que el Cliente venga obligado a soportar como consecuencia de la misma. Consiguiéndose, así, la íntegra indemnización de los daños y perjuicios ocasionados.

Por otro lado, para garantizar el cumplimiento de esta obligación del Vendedor de indemnización *íntegra*, es práctica habitual el incluir alguno de los siguientes mecanismos de garantía: (i) un aval bancario a primer requerimiento; (ii) un depósito de garantía de parte del precio o *scrow account*; (iii) una retención de parte del precio o *holdback* por parte del Comprador; y (iv) un paquete de garantías reales otorgado por el Vendedor en favor del Cliente.

En este contexto de *specific indemnity*, en el que no se fija un límite temporal, el Vendedor será más proclive a aceptar como garantía aquella que le permita disponer del precio desde la

consumación de la compraventa, sin quedar prisionero de la espera de la concreción (o no) de la multa (a diferencia del escenario que se plantea con un *scrow account* o un *holdback*). Así, descartado el depósito y la retención, las opciones más realistas que se plantean son la garantía real y el **aval bancario a primer requerimiento**, de entre las cuales, esta última resulta la más beneficiosa para el Cliente, al ser la más “líquida”, esto es, la que permite obtener el resarcimiento del daño de manera más rápida. No obstante, el Vendedor probablemente preferirá otorgar una garantía real, toda vez que se ahorraría el pago de las comisiones y gastos de estudio, riesgo y formalización del aval; que, con toda probabilidad, serán más elevados que los costes de asesores, notaría y registro asociados al otorgamiento de prendas y/o hipotecas.

Así las cosas, será importante concretar en el SPA los supuestos en los que se entiende que se ha producido el daño y, por lo tanto, en los que se activa la cláusula indemnizatoria, que determinará el momento en el que el Cliente podrá ejecutar el aval.

2.4.2 Prohibición de contratar

Sobre este riesgo, hay 2 cuestiones relevantes que habría que considerar: (i) la tendencia habitual de la CNMC a no pronunciarse sobre el alcance y duración de dicha prohibición, lo cual, en virtud del artículo 72.5 LDC, supone la improcedencia de la sanción, siempre que la sancionada cumpla los requisitos que detallábamos en el apartado mencionado; y (ii) la relevancia que esta prohibición de contratar tendría en la operativa del día a día de la Target. De forma que, de no afectar a sus planes de negocio a corto o medio plazo (ya que, como establece el artículo 72.6 párrafo 2º LCSP, la duración de la prohibición no podrá ser superior a 3 años), se podría flexibilizar la negociación contractual sobre este punto, pudiendo reservar la exigencia para otros puntos más trascendentes. Esto último, sin perjuicio de que, como indicábamos en el punto 2.2.3 anterior, esta prohibición supone la extinción de las concesiones de las que es titular la sancionada (abordado en el apartado siguiente).

Hechas estas 2 consideraciones, la opción más equilibrada de la que dispone el Cliente para protegerse frente a esta potencial contingencia es una **R&W**, toda vez que se trata de un riesgo incierto e indeterminado, por el que ningún vendedor aceptaría una reducción de precio ni una *specific indemnity*. Atendiendo a la situación, son 2 las propuestas de *wording* que se podrían plantear para la R&W, dependiendo de: (i) si se hace una descripción *completa, veraz y exacta* de la Target en el presente -“Target no está actualmente sancionada con una prohibición de contratar”-; o (ii) si se hace una declaración sobre el futuro (sobre creencias acerca de circunstancias que se pueden manifestar en el futuro) -“Target no va a estar sancionada con una prohibición de contratar”-.

Evidentemente, para el Comprador la opción más conservadora es la del romanillo (ii), ya que si se produce la contingencia negativa cubierta por dicha declaración, se entenderá que concurre un incumplimiento imputable al Vendedor y, por tanto, deberá quedar sujeto al régimen de responsabilidad por incumplimiento contractual. De la otra forma, solamente se estaría protegiendo al Cliente para el supuesto de que a fecha de firma ya existiese tal sanción o,

habiéndose pactado la obligación de que el Vendedor reitere dicha R&W a fecha de cierre, si la prohibición de contratar se hubiera materializado durante el periodo interino.

Sin embargo, es poco probable que el Vendedor vaya a aceptar esta declaración sobre el futuro, toda vez que, por un juicio de probabilidad sobre una decisión que queda fuera de su alcance, estaría obligándose a indemnizar al Comprador. Además, el Vendedor buscará introducir límites cuantitativos y temporales a su responsabilidad:

- (i) límites cuantitativos, que se suelen configurar a través de un “juego” de 3 mecanismos: (a) *de minimis*, o importe mínimo para que una reclamación considerada individualmente genere la obligación de indemnizar; (b) *basket*, o importe mínimo global de las reclamaciones del comprador por debajo del cual el Vendedor no respondería, debiendo pactarse si una vez “llenado” el *basket*, éste respondería por el total o por el importe excedido (franquicia); y (c) *cap*, o importe máximo por el cual responderá el Vendedor, pudiéndose pactar distintos *caps* para daños de distinta naturaleza; y
- (ii) límites temporales, que pueden ser generales o específicos (según el tipo de daño), soliendo coincidir con el plazo de prescripción legal, en caso de existir. En este caso, lo ideal sería incluir un plazo de responsabilidad de 4 años desde la fecha de consumación, alineado con el plazo de prescripción previsto para infracciones muy graves en el artículo 68.1 LDC. No obstante, es poco probable que el Vendedor vaya a aceptar un plazo tan extendido, siendo lo habitual un plazo de entre 18 a 24 meses.

Es igualmente recomendable introducir un mecanismo de garantía que, en este caso, sería razonable que fuese un *scrow account*, en el que el Cliente depositase el porcentaje del precio correspondiente a: (i) idealmente, el importe pactado como *cap* para esta R&W; o (ii) un porcentaje de ese límite máximo pactado, siendo aconsejable que quede garantizado el porcentaje restante a través de otro mecanismo de garantía, como por ejemplo, a través de un aval bancario a primer requerimiento.

Por último, se está viendo un auge en los denominados “seguros de manifestaciones y garantías”, o *warranty & indemnity insurance*, a través de los cuales se sustituye, total o parcialmente, la responsabilidad indemnizatoria “contractual” del vendedor por una responsabilidad indemnizatoria “aseguraticia” ofrecida por una entidad aseguradora. No obstante, las exigencias de las aseguradoras para conceder una póliza de seguro de R&Ws, entre otras, que Comprador y Vendedor lleven a cabo un ejercicio completo de identificación (*disclosure*) de los riesgos conocidos que afectan a la Target, hacen poco probable que esta R&W vaya a poder quedar amparada por un W&I insurance.

2.4.3 Extinción de las concesiones de las que son titulares los sancionados

En el apartado 2.2.3 indicábamos que si finalmente se impusiera a la Target (y a la Matriz) la prohibición de contratar, esto conllevaría automáticamente la extinción de las concesiones del puerto de Ferrol, de Santander y de Bilbao.

Entendemos que las concesiones de la Target de varios puertos clave son el principal atractivo para su adquisición y que, por tanto, la extinción de las mismas puede constituir un *deal-breaker*, por el cual podría “estallar” la Operación. En consecuencia, será necesario blindar esta contingencia con las protecciones contractuales más “agresivas”, éstas son aquéllas sobre las cuales descansa la eficacia del negocio jurídico: las condiciones suspensivas o resolutorias, según las Partes acuerden someter la consumación de la Operación al suceso futuro e incierto - **condición suspensiva**- o que ésta se resuelva en el supuesto de que dicho suceso se produzca -**condición resolutoria**-.

La más habitual es la condición suspensiva o *condition precedent* (la “**CP**”), que, en este caso, supondría someter la consumación de la compraventa al supuesto de que se pueda verificar que no se ha producido la extinción de las concesiones. Por tanto, es fundamental establecer una fecha límite o *long stop date* de verificación de la CP, que idealmente debería coincidir, en este caso, con el plazo máximo del que dispone la CNMC para dictar la resolución: 24 meses desde la fecha del acuerdo de incoación del procedimiento sancionador (artículos 36.1 y 38.1 LDC). De forma que la *long stop date* debería ser diciembre de 2025, fecha que, transcurrida la cual, abriría la posibilidad a 2 escenarios: (i) que, habiéndose verificado que no se ha producido la extinción de las concesiones, las Partes procedan a la consumación de la compraventa (el “**Closing**”); o (ii) que el SPA se tenga por resuelto, por haber tenido lugar la extinción de las concesiones, salvo que se pacte que el Comprador puede renunciar a la CP y éste optara por consumir la compraventa.

No obstante, atendiendo a la duración del periodo interino (periodo entre perfeccionamiento del contrato (el “**Signing**”) y el Closing), que podría prolongarse hasta 12 meses, cabría plantearse introducir, en vez de una CP, una condición resolutoria o *condition subsequent* (la “**CS**”), en la que se consuma la compraventa en fecha de Signing. Eso sí, dejando condicionada la eficacia de la misma a que, llegado diciembre de 2025, no se haya producido la extinción de las concesiones.

En nuestra experiencia, las CPs son las más habituales en este tipo de operaciones, pero la elección deberá atender a los intereses del Cliente y, en cualquier caso, ser pactada con el Vendedor. Sin embargo, se escoja CP o CS, recomendamos introducir en el SPA una obligación genérica, en virtud de la cual las Partes se comprometan a realizar todos los esfuerzos razonables (*best efforts*) para asegurar que las concesiones no se extinguen (*e.g.* llevando a cabo las sugerencias planteadas en el apartado 2.3, además de compromisos de información periódica).

Así, puede parecer que se está protegiendo dos veces el mismo riesgo de imposición de una prohibición de contratar: (i) el riesgo de la propia prohibición, a través de la correspondiente R&W; y (ii) el riesgo derivado de ésta: la extinción de las concesiones portuarias, a través de una condición -suspensiva o resolutoria-. Ciertamente, sería suficiente con ésta última para garantizar la protección total del Cliente, no obstante, consideramos oportuno incluir la R&W, en los términos recogidos en el apartado 2.4.2 anterior, para proteger al Cliente también en el

supuesto de que, sin imponerse la prohibición de contratar en el procedimiento ya incoado, posteriormente la CNMC decida iniciar otro por hechos acaecidos cuando la Target todavía estaba bajo el control del Vendedor.

2.4.4 Responsabilidad civil

Para este tipo de riesgos, la práctica habitual es incluir en el SPA el binomio: **R&W** y **cláusula *third party claim***. En este sentido, lo ideal sería una R&W en la que el Vendedor manifieste que no se van a iniciar actuaciones por terceros -ya sea ante los juzgados competentes o directamente ante el Comprador o la Target- que pudieran generar un perjuicio económico al Comprador. De forma que, en el supuesto de que se inicien reclamaciones por responsabilidad civil, la R&W se entendería vulnerada, desencadenando la obligación del Vendedor de indemnizar al Comprador. Para la configuración de esta R&W será de aplicación lo dispuesto en el apartado 2.4.2 anterior; si bien, cabe señalar que es poco probable que el Vendedor vaya a aceptar una R&W en este sentido, más aún, siendo consciente de que en caso de que se imponga multa, estará vulnerando esta manifestación.

Por otro lado, como contrapartida de la R&W, se prevé la inclusión de una cláusula *third party claim* que contemple las obligaciones de cada una de las Partes ante el supuesto de alguna reclamación presentada por un tercero contra el Comprador o la Target que pudiera generar la obligación del Vendedor de indemnizar al Comprador conforme a lo dispuesto en el SPA. Entre otras cuestiones, esta cláusula deberá regular: (i) el plazo en el que el Comprador deberá comunicar al Vendedor la existencia de un procedimiento abierto; (ii) el plazo del que dispondrá el Vendedor para comunicar al Comprador si acepta la reclamación o la rechaza; y (iii) la Parte encargada de asumir el coste de la defensa, que, para garantizar la máxima indemnidad del Cliente, se deberá pactar que sea el Vendedor.

Se trata de una cláusula cuya negociación es compleja, y en la que el Vendedor tratará de exigir hacerse cargo de la defensa de la reclamación, bajo el argumento de que es él quien asume su coste. Sin embargo, es recomendable excluir aquellas reclamaciones que al Cliente le pueda interesar llevar él mismo (fundamentalmente, aquellas en las que pueda existir riesgo reputacional).

2.4.5 Perjuicio reputacional

A la hora de plantearse una posible protección frente al perjuicio reputacional, el problema surge en la dificultad para cuantificar el daño ocasionado, lo cual, unido al hecho de que sea aún un daño potencial (pues no es seguro que vaya a haber resolución sancionadora), plantea un escenario en el que es prácticamente imposible que el Vendedor vaya a aceptar recibir un solo euro menos del precio, o que vaya a aceptar una *specific indemnity* o, incluso, una R&W.

Es por ello por lo que se propone en el apartado 2.5 siguiente un sistema de protección más global, que permita al Cliente modular, con límites, el precio pactado y ajustarlo a la situación real de Target en un momento posterior al Closing.

2.5 PROPUESTA DE CIERRE DEL SISTEMA DE PROTECCIÓN PARA EL CLIENTE: *EARN-OUT*

Sin perjuicio de las propuestas de protección individualizadas para cada riesgo identificado, recomendamos como propuesta de cierre del sistema de protección: una cláusula de ***earn-out***.

Este tipo de cláusulas permiten regular un escenario de precio variable (en contraposición a un precio fijo o de *locked box*), en el que el precio se haría depender de la evolución que experimente la Target durante un determinado período de tiempo, una vez transcurrido el Closing. Habitualmente, este mecanismo se estructura a través de un esquema de precio diferido (ya sea en todo o en parte) que, en este caso, permitirá al Cliente observar durante el periodo de pendencia (período entre el Signing y el momento en el que se produce la determinación total del precio): (i) la evolución de la Target, especialmente si se dicta una resolución sancionadora; y (ii) el cumplimiento por parte del Vendedor de las R&Ws. Las Partes podrán, igualmente, estructurar el método de pago como un sistema en cascada, de forma que, conforme se vayan cumpliendo los hitos pactados, se vayan realizando los distintos pagos del precio diferido.

Lo habitual es que el Comprador pague una cantidad fija en el Closing, como pago provisional “a cuenta” del precio definitivo, quedando el montante restante aplazado al momento posterior pactado. En consecuencia, es común que el Vendedor solicite del Comprador que preste garantías para asegurar el cobro del resto del precio, entre las que la práctica aconseja: avales bancarios, garantías matriz-filial (*parent company guaranty*), cartas de patrocinio (*comfort lettrs*), préstamos del Vendedor (*vendor loans*) o depósitos bancarios. En este caso, sería razonable que el Cliente ofrezca al Vendedor garantizar el pago a través de un depósito bancario, destacando sus ventajas para el Vendedor: (i) la liquidez de la garantía; y (ii) la generación de interés.

3. LA REESTRUCTURACIÓN SOCIETARIA DEL GRUPO DEL VENDEDOR

3.1 RESUMEN DE SITUACIÓN

El Cliente nos informa que su interés radica en la adquisición de la rama de actividad de gestión de puertos, excluyendo del objeto de la compraventa todo el negocio de transporte de mercancías. No obstante, ambas ramas de actividad se encuentran mezcladas y dispersas entre todas las sociedades que conforman el Grupo (Gráfico 1).

Por ello, el Cliente nos solicita: (i) una propuesta de reorganización societaria a los efectos de presentársela al Vendedor, y a resultas de la cual la totalidad de la actividad objeto de adquisición sea controlada por la Target; (ii) una estimación razonable de calendario, con los *steps* a seguir y plazos para llevar a cabo dicha reorganización; y (iii) una relación de cautelas a tener en cuenta, así como las posibles coberturas contractuales que permitirían proteger al Cliente.

3.2 DISTINTAS PROPUESTAS DE REORGANIZACIÓN SOCIETARIA

Son varias las fórmulas societarias que podrían seguirse, por lo que será necesario llevar a cabo un breve análisis de cada una, para poder determinar la propuesta óptima de acuerdo a los intereses del Cliente.

3.2.1 Aportación de la Matriz

(A) Ampliación de capital de la Target con cargo a aportaciones no dinerarias.



Esta idea prevé que la Target lleve a cabo una ampliación de capital en la que la Matriz aporte, como “aportación no dineraria”, la rama de actividad que pretende desinvertir. Operación, que la DGRN, contra el argumento de que la aportación de una unidad económica convierte a la operación en una segregación, ya declaró que podía ser igualmente instrumentalizada a través de un aumento de capital de la aportada, perdiendo, eso sí, el efecto de la sucesión universal (Resolución DGRN de 22 de julio de 2016).

La ventaja principal de esta opción es la brevedad de su ejecución, pues sería suficiente: (i) la decisión del socio único de la Target (la Matriz) de ampliar su capital social, con la consecuente modificación estatutaria. Decisión que, al corresponder a una persona jurídica, deberá ser adoptada por su representante legal (su CdA); y (ii) el acuerdo del CdA de la Matriz, por el que se apruebe acudir a la ampliación de capital de la Target, aportando la rama de actividad de gestión de puertos. De forma que podría “ventilarse” esta parte de la reestructuración societaria a través de 2 acuerdos del CdA de la Matriz, que podrán ser adoptados en la misma reunión, si bien tendrán que ser consignados en actas distintas, para ser transcritos en su libros de actas correspondiente (artículos 97 y 106 RRM).

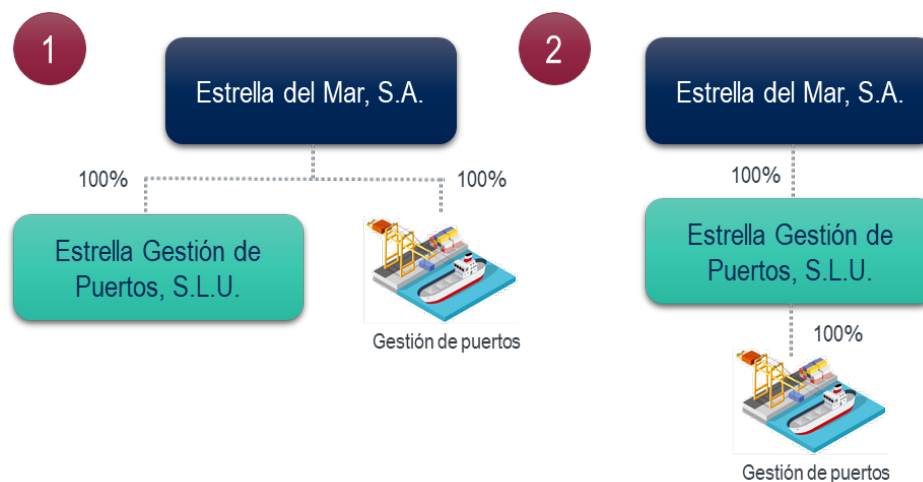
No obstante, este proceso podría alargarse si se entendiera que la rama de actividad de gestión de puertos constituye un activo esencial a los efectos de lo dispuesto en el artículo 160 f) LSC, pues en ese caso, sería necesaria la autorización de la JG de la Matriz. A este respecto, la LSC recoge la presunción *iuris tantum* de esencialidad del activo cuando *el importe de la operación supere el 25% del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado*. Sin embargo, el hecho de que se admita prueba en contra de este criterio cuantitativo, activa la necesidad de llevar a cabo un análisis cualitativo el activo (de su afectación al objeto social), para evitar que los consejeros incurran en responsabilidad por falta de diligencia. En este caso, al desconocer la información contable de la Matriz, resulta imposible concluir si la rama de actividad de puertos supera el umbral del 25%. Sin embargo, un análisis cualitativo nos podría llevar a pensar que efectivamente estamos ante un activo esencial, toda vez que, realizada la aportación, la Matriz no va a poder seguir desarrollando esa actividad de su objeto social.

Siguiendo este planteamiento, será necesario convocar a la JG de la Matriz para que apruebe dicha aportación, con los correspondientes plazos y requisitos de convocatoria, y en la que deberán concurrir los umbrales de quórum y de mayorías fijados en los EEES o, en su defecto, los previstos en los artículos 193 y 201.1 LSC (quórum del 25% en primera convocatoria y sin quórum en segunda, y mayoría simple).

Por su parte, para la aprobación de la ampliación de capital, el órgano de administración de la Target deberá elaborar una propuesta de modificación estatutaria, así como un informe en el que se describan en detalle las aportaciones (artículos 286 y 300 LSC). Si bien, este paso podría omitirse si el CdA de la Matriz, actuando como socio único de la Target, adoptase la decisión de ampliación sin convocatoria previa, siendo *mutatis mutandis* de aplicación lo que prevé la LSC para los supuestos de junta universal. A continuación, el aumento deberá ser aprobado con los requisitos establecidos para la modificación de los EEES (artículo 296.1 LSC).

Una vez tomada la decisión de ampliación de capital, la Matriz podrá asumir las nuevas participaciones sociales de la Target, quedando obligada a llevar a cabo la aportación no dineraria desde el momento de dicha asunción (artículo 312 LSC). Una vez ejecutado el acuerdo de aumento, los administradores de la Target deberán: (i) acordar el cierre del proceso, declarando la asunción y desembolso del aumento, y acordando la creación de las nuevas participaciones; (ii) dar una nueva redacción a los EEES, a fin de recoger en los mismos la nueva cifra del capital social, a cuyo efecto se entenderán facultados por la decisión de aumento del capital; (iii) otorgar escritura pública del aumento, que deberá ser formalizada por la persona que tenga atribuida la facultad certificante de acuerdo al artículo 109 RRM; e (iv) inscribir simultáneamente el aumento y la ejecución del mismo en el RM (sin que ésta tenga un carácter constitutivo).

(B) *Segregación de la Matriz a favor de la Target.*



Esta alternativa prevé la aportación de la “unidad económica” de gestión de puertos a la Target a través de una segregación de la Matriz (artículo 61 RDLME). Para la ejecución de esta opción, será necesaria la aprobación de la segregación por parte de la Matriz (a través del acuerdo de su JG) y de la Target (a través del acuerdo del CdA de la Matriz, actuando como socio único de la Target).

Para la aprobación de la segregación por la JG de la Matriz, será necesario, con carácter previo a la convocatoria de la misma, que el CdA elabore el **proyecto común de segregación**, que tendrá que ser publicado en la página web corporativa de la Matriz, con 1 mes de antelación a la celebración de la JG, junto con un anuncio por el que se informe a los socios, acreedores y representantes de los trabajadores de la Matriz de su posibilidad de presentar observaciones relativas al proyecto, conforme a lo dispuesto en el artículo 7 RDLME. No será, sin embargo, necesario, por tratarse de una segregación en favor de una sociedad *íntegramente participada* (artículo 71.2 RDLME): (i) el **informe del experto independiente**; ni (ii) el **informe del CdA sobre el proyecto de segregación**. Sobre este último, cabe señalar que, si bien una interpretación literal del artículo 71.2 b) RDLME nos llevaría a concluir el carácter no obligatorio del informe del CdA en su conjunto, una interpretación sistemática de los artículos 5, 9.1 y 9.2 RDLME nos conduce a recomendar la elaboración y publicación de la **sección para los trabajadores**, excluyéndose únicamente la sección para los socios. Finalmente, y no obstante lo dicho, el artículo 9.1 RDLME establece que el acuerdo de segregación podrá adoptarse sin necesidad de publicar el proyecto y sin anuncio, si éste se adoptase en junta universal y por unanimidad.

Cumplidos los mencionados requisitos de convocatoria, así como los que recoge la LSC y los que, en su caso, se contemplen en los EESS de la Matriz, se podrá celebrar la JG, siempre que haya transcurrido 1 mes desde la fecha de publicación de la convocatoria o desde la comunicación individual de ese anuncio a los socios (artículo 47.2 RDLME). Dado que la forma societaria de la Matriz es de S.A., el artículo 8.4 RDLME exige un quórum y mayoría reforzados

en ambas convocatorias (quórum del 50% en primera y del 25% en segunda, y mayoría absoluta, si el capital social representado es más del 50%, o mayoría de 2/3, si éste representa entre el 25% y el 50%). Sin perjuicio de los quórums y mayorías elevados que puedan fijar los EESS.

Para la aprobación de la segregación por el socio único de la Target, conforme al artículo 71.2 RDLME, solamente será necesaria la elaboración de: (i) el **proyecto común de segregación**, cuya publicación y depósito no será necesaria en virtud del artículo 9.1 RDLME (que, si bien se prevé para el supuesto de adopción del acuerdo *en junta universal y por unanimidad*, entendemos que, al estar en un escenario de “socio único”, sería de igual aplicación); y de (ii) la **sección del informe del órgano de administración destinada a los trabajadores**.

Además de pronunciarse sobre el acuerdo de segregación, la JG de la Matriz y el socio único de la Target deberán: (i) aprobar los balances de segregación, cada cual el suyo; (ii) llevar a cabo la toma de nota o de conocimiento del informe de los administradores para los trabajadores; (iii) aprobar el proyecto común de segregación; (iv) aprobar expresamente la segregación ajustándose estrictamente al proyecto común de segregación aprobado; y (v) la delegación de facultades para que los miembros de los respectivos órganos de administración puedan publicar el acuerdo de escisión (artículo 10 RDLME), prestar las garantías de satisfacción de los acreedores (artículo 13 RDLME), elevar a público las decisiones precedentes y otorgar la correspondiente escritura de escisión.

Posteriormente, tanto los acuerdos de la JG de la Matriz, como las decisiones del socio único de la Target, deberán ser certificados por aquellas personas a las que el RRM les reconoce facultad certificante, esto es: (i) el secretario del CdA, con el visto bueno del presidente, para el acuerdo de la JG de la Matriz; y (ii) el propio socio único, que, en este caso, al ser persona jurídica, supone que recaiga nuevamente en el secretario del CdA con el visto bueno del presidente; o todos los administradores de la Target. Por último, deberán elevarse a público e inscribirse en el RM, que tendrá carácter constitutivo (artículo 16 RDLME).

(C) *Aportación de la Matriz de la cuenta 118 PGC.*





La sencillez, flexibilidad y rapidez de este mecanismo hace que su uso sea cada vez más frecuente, no solamente con la finalidad de compensación de pérdidas para la cual fue originalmente pensada, sino que se puede efectuar con cualquier otra finalidad, pues el PGC las pone *en pie de equivalencia desde una perspectiva económica con las restantes aportaciones que los socios o propietarios puedan realizar a la empresa*. Eso sí, deberán cumplirse los siguientes requisitos: que (i) se trate de elementos patrimoniales, que podrán ser o no de carácter dinerario; (ii) sean entregados por los socios o propietarios de la empresa cuando actúen como tales (en este caso, la Matriz, actuando como socio único); (iii) no constituyan contraprestación por la entrega de bienes o la prestación de servicios realizados por la empresa; y (iv) no tengan naturaleza de pasivo.

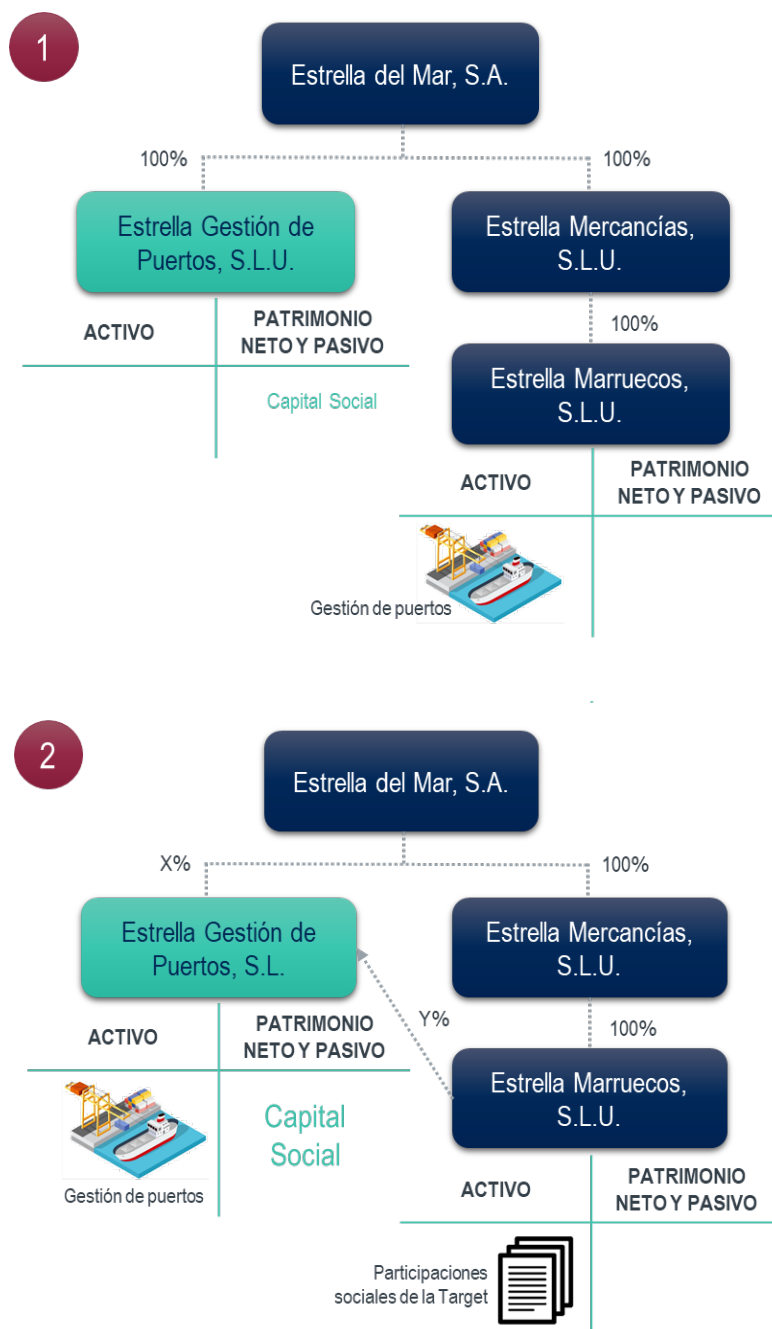
Cumplidos en este caso todos los requisitos, la aportación de la rama de actividad de gestión de puertos a través de la cuenta 118 se computará en los fondos propios de la Target, lo cual generará 2 consecuencias: (i) la imposibilidad de que la Matriz exija su devolución, ya que se entiende que la aportación se realiza a su “riesgo y ventura”; y (ii) al no constituir un ingreso, la ausencia de implicación fiscal a los efectos del IS para la Target. Ambas consecuencias son compartidas también con la aportación a través de ampliación de capital, no obstante, resalta una diferencia significativa: la falta de retribución de las aportaciones de la cuenta 118, ya que éstas no devengan rédito alguno, pues se entiende que son “a fondo perdido” (a diferencia de las acciones o participaciones, que se pueden retribuir con dividendos). Por otro lado, como se observa en el Gráfico (C), en la contabilidad de la Target, la aportación de la cuenta 118 se abonará con cargo a las cuentas representativas de los bienes no dinerarios aportados, siendo recomendable una valoración por experto independiente de los bienes aportados (en los términos, *mutatis mutandis*, del artículo 67 LSC).

Finalmente, en la medida en la que la rama de actividad de gestión de puertos no sea considerada como un activo esencial del artículo 160 f) LSC, la aportación podrá ser acordada por el CdA de Matriz, debiendo recaer, en caso contrario, en su JG. No será necesaria la realización de ninguna formalidad frente a terceros (únicamente documentos públicos), lo que supone una ventaja adicional frente a las otras ideas propuestas, pues no comporta ningún coste notarial o registral. Si bien, como recoge la STS de 24 de noviembre de 2016, de cara a formalizar

el acuerdo de aportación, será recomendable documentar y dejar constancia del motivo de la aportación y del título expreso bajo el cual se realiza la misma.

3.2.2 Aportación de Estrella Marruecos

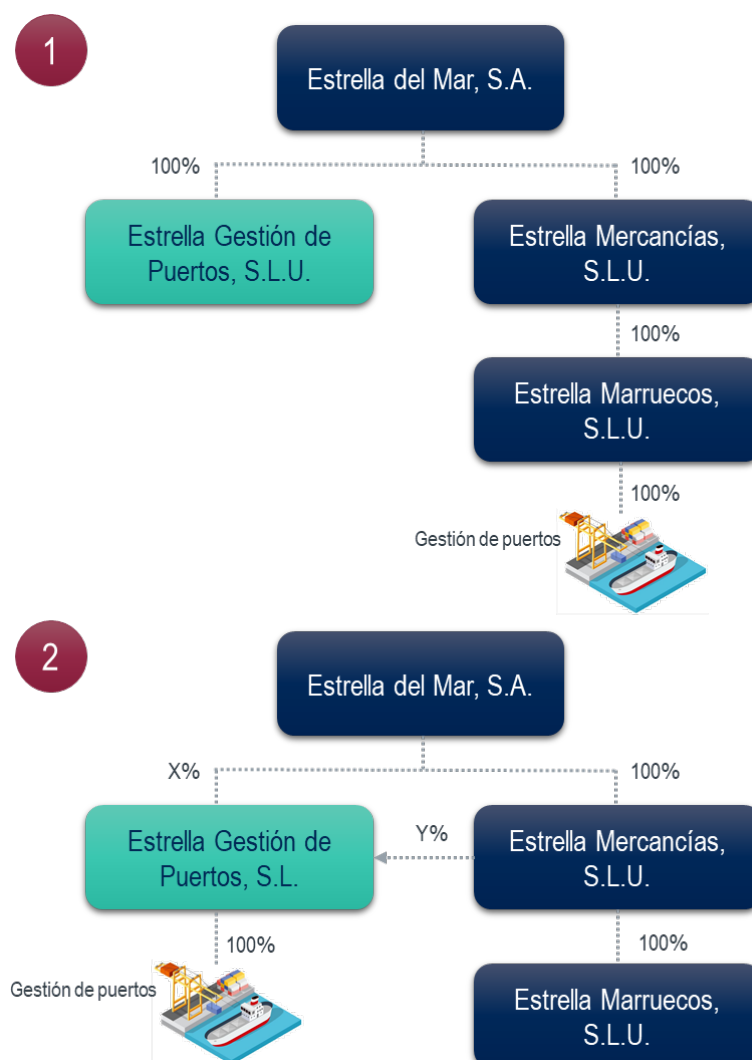
(A) *Ampliación de capital de la Target con cargo a aportaciones no dinerarias.*



El proceso sería eminentemente el mismo al descrito en el apartado 3.2.1(A) anterior, con la salvedad de que, si se entendiese que la rama de actividad constituye un activo esencial, no será necesaria la aprobación por parte de la JG de Estrella Marruecos, ya que, al ser una sociedad unipersonal, bastaría con la decisión de su socio único: Estrella Mercancías; decisión, que deberá ser expresada a través del correspondiente acuerdo de su órgano de administración, actuando en representación de la sociedad.

Después de la ampliación, al convertirse Estrella Marruecos en titular de participaciones sociales de la Target, perderá la Matriz su condición de socio único. En consecuencia, se tendrá que otorgar escritura pública de declaración del cese de la unipersonalidad, que deberá inscribirse en el RM (artículo 203.1 RRM).

(B) *Escisión parcial de Estrella Marruecos a favor de Target.*



En este caso, sin estar en el supuesto de escisión simplificada del artículo 71.1 RDLME, existen varios requisitos / trámites que van a poder suprimirse, a saber: (i) el **informe de expertos**

independientes, pues tanto la escindida como la beneficiaria son sociedades de responsabilidad limitada (a *sensu contrario* de lo dispuesto en el artículo 68 RDLME); (ii) la **publicación y depósito** del proyecto común de escisión, y el **anuncio** sobre la posibilidad de formular observaciones, en virtud del artículo 9.1 RDLME; y (iii) la **sección de los informes de los órganos de administración destinada a los socios**, cuya exclusión sí se permite, a diferencia de lo previsto para la de los trabajadores.

Para la ejecución de esta opción, será necesaria la aprobación de la escisión por parte de Estrella Marruecos (a través del acuerdo del órgano de administración de Estrella Mercancías, actuando como socio único de Estrella Marruecos) y de la Target (a través del acuerdo del CdA de la Matriz, actuando como socio único de la Target).

Las decisiones de socio único -tanto de Estrella Marruecos como de la Target- que deberán adoptarse son las descritas en el apartado 3.2.1(B), y deberán ser consignadas en acta, certificadas, elevadas a público e inscritas en el RM, para que la escisión tenga carácter constitutivo.

Con la inscripción, se producirá la ampliación de capital de la Target para recibir la unidad económica aportada por Estrella Marruecos, mientras que Estrella Mercancías recibirá las participaciones correspondientes de la Target, dejando ésta de ser una sociedad unipersonal y debiendo otorgarse escritura pública de cese de unipersonalidad, que deberá inscribirse en el RM.

3.2.3 Impacto de cada propuesta en determinados elementos clave

(A) *Impacto en las concesiones portuarias.*

Únicamente podrán quedar afectadas por su cambio de titular, las concesiones de Casablanca -propiedad de Estrella Marruecos- y de Bilbao -propiedad de la Matriz-.

Sobre la concesión del puerto de Casablanca, como ya indicamos, corresponderá que se pronuncie un experto en Derecho marroquí, que pueda orientar al Cliente sobre las implicaciones legales que se puedan derivar para dicha concesión como consecuencia tanto de la ampliación de capital con cargo a aportaciones no dinerarias, como de la escisión parcial.

Sobre la concesión del puerto de Bilbao, la LPTMPV distingue entre los supuestos de: (i) transmisión por actos inter vivos, en los que se incluyen las aportaciones no dinerarias, tanto en el supuesto de ampliación de capital, como en el de la cuenta 118 PGC; y de (ii) modificaciones estructurales, en las que se encuadra la propuesta de segregación. Sin embargo, la consecuencia que anuda a uno y otro supuesto es la misma: necesidad de **autorización previa por parte de la Administración competente** (artículos 45 y 53 LPTMPV).

Cabe señalar que este requisito previo será relevante a la hora de incluir la cobertura contractual oportuna que obligue al Vendedor a llevar a cabo la reestructuración societaria antes del Closing (apartado 3.4), por 2 motivos: (i) porque existe el riesgo de que no se vaya a conceder la

autorización; y (ii) porque la autorización podrá demorarse hasta 3 meses, según lo dispuesto en el artículo 21.3 LPAC.

(B) *Impacto en el contrato de arrendamiento de la flota de remolcadores con Barcos Antón.*

Será preciso distinguir entre los efectos de: (i) las aportaciones no dinerarias, bien por ampliación de capital de la Target, bien por aportación de la cuenta 118 PGC; y (ii) la segregación de la Matriz a favor de la Target.

En el primer escenario, nos encontraríamos en un supuesto de cesión de contrato, para el cual, la jurisprudencia ha venido exigiendo la concurrencia de 3 requisitos, a saber: (i) el acuerdo unánime del cedente -la Matriz-, del cesionario -la Target- y de la parte cedida -Barcos Antón-; (ii) que se trate de un contrato bilateral, es decir, que existan obligaciones recíprocas para ambas partes; y (iii) que las prestaciones y obligaciones que se contienen en dicho contrato no hayan sido totalmente ejecutadas, es decir, que siga habiendo prestaciones por cumplir.

Con respecto a los requisitos de los romillos (ii) y (iii), el supuesto en el que nos encontramos cubre ambos, toda vez que, por el contrato de arrendamiento, la Matriz se obligó al pago de un precio, a cambio de la entrega, por parte de Barcos Antón, del goce y uso de la flota de remolcadores, constituyéndose, por tanto, como un contrato sinalagmático o bilateral. Además, dichas prestaciones son de tracto sucesivo, lo que significa que no están totalmente ejecutadas.

Sin embargo, el requisito del romillo (i) podría suponer un problema para el Cliente en el supuesto de no conseguirse el **consentimiento de Barcos Antón**, ya que, en ausencia de una ley específica que ampare la posibilidad de cesión contractual sin necesidad de consentimiento de la parte cedida (como así se prevé para los contratos de arrendamiento urbano o los contratos laborales), habría que aplicar la doctrina general de la cesión de contratos. Así, el TS ha declarado en múltiples ocasiones que, sin esta declaración de voluntad tripartita, la cesión es inexistente (SSTS de 4 de febrero de 1993 y de 5 de marzo de 1994). Cabría, no obstante, la posibilidad de que en el contrato de arrendamiento se hubiera pactado alguna cláusula específica de cesión, por la que Barcos Antón hubiera dado un consentimiento previo a la cesión del contrato, en cuyo caso, se entendería cumplido este requisito y el contrato quedaría cedido.

Por otro lado, en el segundo escenario, prevé el artículo 61 RDLME que por la segregación se producirá *el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad*. De esta forma, la sucesión universal se configura como el instrumento básico para garantizar la eficiencia del sistema de modificaciones estructurales, pues **elimina** -en principio- los obstáculos que supondría la aplicación de las reglas generales para **la transmisión individualizada de derechos y obligaciones**. Si bien, el RDLME no incluye expresamente a los contratos dentro de los efectos de la sucesión universal, es doctrina pacífica que sí que deben incluirse, pues de otra forma, no se permitiría la continuación de la mayoría de las empresas.

No obstante, será recomendable examinar detalladamente el contrato de arrendamiento por si contuviera alguna **cláusula de cambio de control**, que prevea, bien (i) la prohibición de dicho

cambio de control, que podrá suponer la inaplicación del efecto de la sucesión universal en sede judicial, por entender, el juez, que era la intención de las partes excluir esa posibilidad; bien (ii) la obligación de que la Matriz solicite el consentimiento previo; o bien (iii) la mera obligación de notificar a Barcos Antón del cambio de control.

(C) *Impacto laboral.*

Las consecuencias serán idénticas para cada alternativa, pero habrá que distinguir entre: (i) los trabajadores con contrato laboral; y (ii) los trabajadores con contrato de alta dirección.

Con respecto a los trabajadores con contrato laboral, cualquiera de los escenarios planteados produciría el efecto de la **sucesión de empresa** del artículo 44 ET, lo que supondría la subrogación de la Target en *los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social* de los trabajadores aportados por la Matriz y por Estrella Marruecos, **sin que dicha sucesión suponga por sí misma la extinción de la relación laboral**. La consecuencia principal de la sucesión de empresa sería la obligación para la Target de informar a los representantes legales de los trabajadores de: (i) la fecha prevista para la transmisión; (ii) los motivos de la transmisión; (iii) las consecuencias jurídicas, económicas y sociales, para los trabajadores, de la transmisión; y (iv) las medidas previstas respecto de los trabajadores.

Con respecto de los trabajadores con contrato de alta dirección, el artículo 10.3 d) del Real Decreto de Alta Dirección prevé la posibilidad de que, en caso de sucesión de empresa, el **alto directivo extinga su contrato** especial de trabajo con derecho a las indemnizaciones pactadas o, en su defecto, las que prevea la norma.

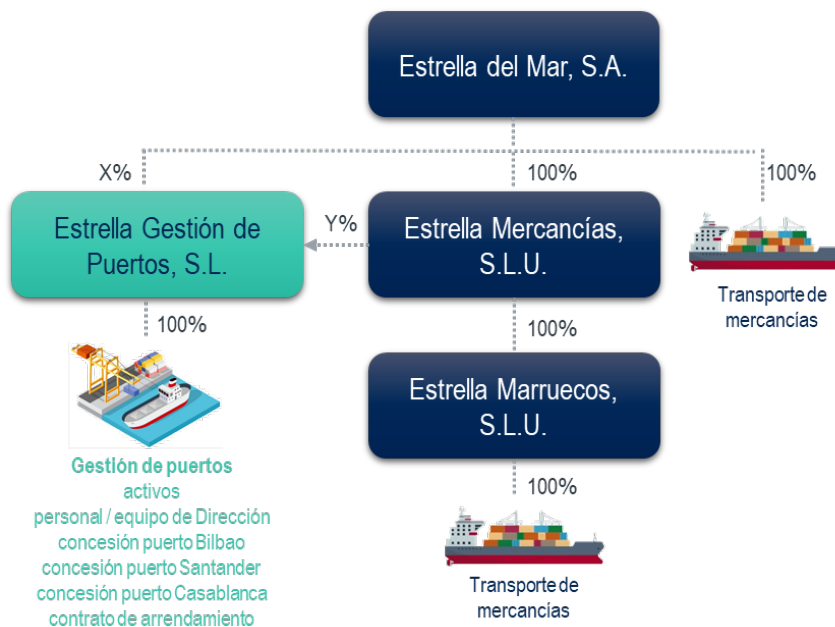
3.3 PROPUESTA SELECCIONADA Y ESTIMACIÓN RAZONABLE DE CALENDARIO

Por lo expuesto, la vía óptima para conseguir el traspaso de la rama de actividad de gestión de puertos a la Target sería a través de la segregación de Matriz (apartado 3.2.1(B)) y de la escisión parcial de Estrella Marruecos (apartado 3.2.2(B)). Son 2 los motivos principales: (i) la **irrelevancia del factor temporal**; y (ii) el **fenómeno de la sucesión universal**.

Con respecto al primero, como se ha explicado en el apartado 3.2.3(A), la necesidad de obtener la autorización de la Dirección de Puertos y Asuntos Marítimos del País Vasco para poder transmitir la concesión, va a suponer una demora de hasta 3 meses en la culminación de la reestructuración, por lo que se disiparía la potencial ventaja de plazos reducidos que ofrecen las ampliaciones de capital o la aportación de la cuenta 118 PGC. Por si resultase de utilidad, se recoge en el **Anexo 3.3** una *checklist* orientativa con el procedimiento de reestructuración seleccionado, así como una estimación razonable de calendario.

En segundo lugar, la segregación y la escisión presentan la extraordinaria ventaja de la sucesión universal, que -con los límites previamente expuestos- permite eliminar la necesidad de recabar consentimientos de acreedores y autorizaciones de terceros, así como mantener indemnes los contratos existentes.

Una vez llevada a cabo la reestructuración propuesta, la estructura del Grupo del Vendedor quedaría de la siguiente forma:



3.4 RELACIÓN DE CAUTELAS A TENER EN CUENTA Y SU COBERTURA CONTRACTUAL

El Cliente nos informa de que la reorganización societaria del Grupo del Vendedor tendrá lugar entre el Signing y el Closing, de forma que de que de no producirse dicha reestructuración, podríamos encontrarnos ante un *deal-breaker*. Por ello, será necesario proteger al Cliente, obligando realmente al Vendedor a cumplir con este requisito previo al Closing.

Para ello, la opción más eficaz es la de someter la consumación de la Operación al cumplimiento por parte del Vendedor de esta obligación de reestructuración, la cual quedaría articulada a través de una **CP**. No obstante, esta cobertura contractual, conlleva en este caso el riesgo legal de que la condición devenga nula, ya que, de conformidad con el artículo 1115 CC, no puede quedar el cumplimiento de la condición a la exclusiva voluntad del deudor. Por eso, habrá que redactar la CP de forma que el evento futuro o incierto a cuyo suceso se sujeta la consumación del contrato no sea la propia reestructuración societaria, sino -por ejemplo- la obtención de la autorización por parte de las autoridades administrativas competentes para el traspaso a la Target de las concesiones portuarias y, en su caso, también la de Barcos Antón para la cesión del contrato de arrendamiento. De esta forma, se supera el riesgo de nulidad, pues el cumplimiento de la CP quedaría en manos de un tercero, y además, se consigue una mayor protección para el Cliente, ya que quedaría obligado a desembolsar el precio solamente si se hubiera conseguido traspasar *eficazmente* a la Target la rama de actividad de gestión de puertos, dispersa entre todas las sociedades del Grupo.

Como alternativo a lo propuesto, el Cliente también podrá intentar pactar la inclusión en el SPA de una **pre-Closing action** por la que el Vendedor se obligue a llevar a cabo la reestructuración

societaria, bajo el incentivo de que si no cumple con ello, quedará obligado a indemnizar al Comprador, sin someter la eficacia del SPA a su cumplimiento.

4. EL PROCEDIMIENTO JUDICIAL POR DAÑOS

4.1 RESUMEN DE SITUACIÓN

El Cliente nos comunica la existencia de un procedimiento judicial iniciado por la compañía Generali Seguros, S.A. contra la Matriz, en el que le reclama 36.000 € en concepto de daños sufridos en una plataforma elevadora propiedad de su asegurado, alegando que fueron ocasionados durante la realización de los trabajos de estiba llevados a cabo en el puerto de Bilbao por una grúa pórtico propiedad de la Matriz.

Ante esta situación, el Fondo nos solicita asesoramiento sobre: (i) el alcance y consecuencias de dicho procedimiento en la Operación, incluyendo una propuesta para su protección a través del SPA; y (ii) los profesionales que deberían intervenir, así como una valoración de honorarios de los mismos.

4.2 ALCANCE Y CONSECUENCIAS DEL PROCEDIMIENTO DE RECLAMACIÓN DE DAÑOS. PROPUESTA DE PROTECCIÓN CONTRACTUAL

Entendemos que únicamente la Matriz -como única demandada- puede ser declarada como responsable por los daños y perjuicios ocasionados por una grúa que es de su propiedad y en un puerto, cuya concesión es, a día de hoy, de su titularidad y lo era también en el momento del acaecimiento del hecho dañoso.

Si suponemos, además, que ya ha tenido lugar la contestación a la demanda, entonces el objeto del proceso (en el que se incluyen las partes del mismo) ha quedado ya establecido, prohibiéndose expresamente su modificación posterior (*mutatio libelli* del artículo 412 LEC). Con lo cual, la aseguradora demandante no podría ampliar la demanda para dirigirla también contra la Target y, por lo tanto, ésta no podría ser declarada responsable. De forma que no existiría riesgo para el Cliente.

No obstante lo dicho, en el supuesto de que finalmente se dictase sentencia condenatoria por daños y la Matriz no pagase voluntariamente la cantidad a cuyo pago se le condena, la parte demandante podría iniciar un proceso de ejecución, por el cual, en virtud del artículo 538.2.2º LEC, podría despacharse ejecución frente a la Target, por entenderse que *responde personalmente de la deuda por disposición legal*.

Esta situación únicamente podría llegar a suceder en el supuesto de que el Vendedor opte por llevar a cabo la reestructuración societaria en la forma planteada en el apartado 3.2.1(B), esto es: a través de una segregación de la Matriz a favor de la Target. En este escenario, el artículo 70.1 RDLME prevé que *de las deudas nacidas antes de la publicación del proyecto de escisión y aun no vencidas en ese momento asumidas frente a los acreedores de la sociedad escindida*

o segregada por una sociedad beneficiaria que resulten incumplidas **responderán solidariamente todas las sociedades beneficiarias** hasta el importe de los activos netos atribuidos. En atención a esto, la Target podría llegar a ser solidariamente responsable junto con la Matriz por el daño ocasionado si, habiéndose segregado la Matriz en favor de la Target, se hubiera dictado sentencia condenatoria antes de la publicación del proyecto de segregación. De encontrarnos en este supuesto, la opción más recomendable para el Cliente sería incluir en el SPA una **specific indemnity**, en la que sería de aplicación lo dispuesto en el apartado 2.4.1, y que quedaría complementada con la **cláusula third party claims** que proponíamos en el apartado 2.4.4.

Por otro lado, la falta de disposiciones legales similares en el supuesto de ampliación de capital mediante aportaciones no dinerarias, nos lleva a concluir que, en el caso de que se dictase una sentencia condenatoria contra la Matriz, no existiría posibilidad de que se despachase ejecución frente a la Target y, por lo tanto, no existiría riesgo para el Cliente.

No obstante, en ambos escenarios, no dejaría de ser aconsejable tratar de pactar una R&W por la que el Vendedor declarase que no existen otros procedimientos de reclamación de daños iniciados, de forma que el Cliente quedase también protegido frente a posibles procedimientos que no hayan sido declarados por el Vendedor, dentro de los límites y en los términos señalados en el apartado 2.4.2.

4.3 PROFESIONALES QUE DEBEN INTERVENIR Y VALORACIÓN DE SUS HONORARIOS

El riesgo económico que se podría desprender de la reclamación por daños se debería proteger a través de: (i) una *specific indemnity*, por la que el Vendedor se comprometa a mantener indemne al Comprador, para lo cual idealmente debería incluirse, no solamente los 36.000 € (o la cantidad a la que finalmente fuese la Target condenada a pagar), sino también todos aquellos gastos en los que el Cliente haya podido incurrir durante el procedimiento judicial; y (ii) una cláusula *third party claims*, en la que, entre otras cosas, se determine quién se hará cargo de la defensa procesal y quién asumirá los costes de dicha defensa.

Dicho lo cual, una buena negociación del SPA debería evitar al Cliente tener que llevar a cabo un análisis sobre la valoración de los honorarios de los asesores, pues éstos quedarían bajo el paraguas de responsabilidad del Vendedor.

Por otro lado, con respecto a los profesionales que deberán intervenir, dependerá de lo que quiera el Cliente y de lo que finalmente se pacte incluir en el SPA. En ciertos supuestos puede ser oportuno que sea el propio Cliente quien se encargue de la defensa, para evitar que una actuación procesal pobre por parte del Vendedor pueda traer efectos lesivos para el Comprador (e.g.: consecuencias penales o perjuicios reputacionales). Sin embargo, en este supuesto, entendemos que no existe realmente un riesgo para el Cliente, más allá de la potencial condena que pueda concretar el juez, que en cualquier caso no podrá ser superior a los 36.000 € reclamados y que estarían ya cubiertos a través de la *specific indemnity*.

5. EL COMPROMISO DE NO COMPETENCIA

5.1 RESUMEN DE SITUACIÓN

El Cliente nos informa de su preocupación de que el Vendedor pueda continuar compitiendo con el negocio objeto de su desinversión. Por lo cual, nos pide asesoramiento sobre la viabilidad / posibilidad de incluir en el SPA un pacto de no competencia que: (i) tenga una duración de 5 años; y (ii) que sea aplicable a toda la región del Mediterráneo.

5.2 VIABILIDAD DEL COMPROMISO DE NO COMPETENCIA

El límite de “no contrariedad a las leyes” al que queda sujeto la autonomía de la voluntad supondría la imposibilidad de introducir un pacto de no competencia (o cláusula de inhibición o *non-compete clause*) en un SPA sujeto a Derecho español, toda vez que se estaría vulnerando el artículo 1 LDC, el cual prohíbe literalmente *todo acuerdo que tenga por objeto impedir o restringir la competencia*.

No obstante, como señaló el TS, *el tráfico mercantil impone o aconseja ciertas restricciones a la competencia. (...) En lo que aquí interesa, cuando los contratos regulan relaciones que comportan la transmisión de una empresa, clientela, know how, en los que la imposibilidad de entrega material impone al transmitente desplegar una conducta dirigida a no desviar la clientela ni interferir en las relaciones del adquirente durante el tiempo y en el espacio o territorio en el que el transmitente desarrollaba su actividad* (STS de 18 de mayo de 2012).

De forma que, al redactar y negociar esta cláusula, habrá que tener especial cuidado para evitar vulnerar los límites impuestos a esta clase de restricciones por la normativa de defensa de la competencia (fundamentalmente si tenemos en cuenta la alta probabilidad que existe de que la Operación tenga que ser notificada a la CNMC para obtener su aprobación previa) y para asegurarnos la ejecutabilidad de la misma, si llegado el caso fuera necesario. Así, de acuerdo a la Comunicación de la Comisión de 29 de enero de 2004, los pactos de no competencia solo están justificadas cuando su duración, su ámbito geográfico de aplicación, su contenido y las personas sujetas a ellas no exceden de los siguientes límites:

- (i) de carácter temporal. La jurisprudencia española, atendiendo a la europea, ha sido muy clara al respecto: *las cláusulas de inhibición de competencia están justificadas por periodos de hasta 2 o 3 años, dependiendo de si el traspaso incluye sólo el fondo de comercio o también el know-how* (SAP Barcelona de 9 de mayo de 2008). Si bien es cierto que la Comisión Europea, ha admitido en alguna ocasión periodos de duración de hasta 5 años (Decisión de 1 de septiembre de 2000, caso Volvo/Renault VI), se trata de supuestos muy específicos, caracterizados por un alto grado de fidelidad de los clientes y de productos con un largo ciclo de vida. En este caso, la decisión más conservadora sería pactar una cláusula de no competencia de 2 años de duración, toda vez que la actividad de la Target no presenta una ventaja competitiva por su *know-how* (como sí sería el caso de empresas tecnológicas, de restauración o financieras). No obstante, una buena argumentación y negociación

podrían llegar a conseguir que la duración de esta obligación para el Vendedor quedase fijada en 3 años, pero en ningún caso sería recomendable definirla en 5 años, ya que podría traer problemas de aprobación ante la CNMC o de ejecutabilidad ante el juzgado competente;

- (ii) de carácter geográfico. Los tribunales han entendido que una cláusula inhibitoria solamente podrá estar justificada si se limita a la **zona en la que el vendedor ofrecía los productos o servicios de referencia** antes del traspaso (SAP Madrid de 4 de diciembre de 2015). Si bien, este ámbito geográfico puede ampliarse a los territorios en los que el Vendedor tuviese planeado introducirse en el momento de efectuar la transacción, siempre que hubiese efectuado inversiones con tal fin. Así, dado que el Vendedor ofrece sus servicios de gestión portuaria principales a través de sus 3 concesiones en el norte de España (Ferrol, Santander y Bilbao) y, con carácter más excepcional, a través de su concesión en el norte de África (Casablanca), carecería de justificación imponerle una obligación de no competencia que abarque toda la zona geográfica del Mediterráneo, salvo que el Vendedor hubiera ya realizado inversiones para desarrollar dicha actividad de manera extendida por el Mediterráneo;
- (iii) de carácter objetivo. Únicamente podrán quedar afectados aquellos productos o servicios comercializados por la Target, incluyendo los que ésta tuviese en una fase avanzada de desarrollo al tiempo de consumarse la adquisición; y
- (iv) de carácter subjetivo. El pacto de inhibición debe limitarse al Vendedor, pudiendo extenderse al Grupo.

Sería recomendable acordar aparejar al incumplimiento de la cláusula de no competencia la aplicación de una penalidad (o **cláusula penal**), que consiste en el pago de una suma de dinero y que podrá pactarse que no sustituya la indemnización legal por daños y perjuicios (artículo 1152 CC). Para garantizar su eficacia, será necesario redactar esta cláusula de forma que las Partes reconozcan que la penalidad es proporcionada, y que su aplicación resulta apropiada a la vista de las consecuencias del incumplimiento de la obligación a la que va asociada, renunciando expresamente a exigir cualquier reducción o moderación de la penalidad; evitando, así, una posible modificación equitativa de la misma por parte del juez (artículo 1154 CC).

Finalmente, como medida de protección adicional, se propone la inclusión en el SPA de: (i) una **cláusula que limite el derecho del Vendedor a adquirir o tener acciones, directa o indirectamente, en una empresa que compita con la Target**, excluyendo de la prohibición las adquisiciones que lleve a cabo el Vendedor con el fin exclusivo de llevar a cabo una inversión financiera; y (ii) una **cláusula de no captación** (o *non-solicitation clause*), por la que se prohíba al Vendedor, por un periodo inferior a 3 años, contratar, directa o indirectamente, bajo cualquier forma jurídica (laboral, civil-mercantil, etc.) a cualquier directivo o empleado de la Target, o que lo hubiera sido durante un periodo de tiempo razonable anterior a la fecha de Closing.

Anexo 3.3 -

Estimación razonable de calendario para la propuesta de reestructuración societaria

Nota aclaratoria: para no perder la condición de sociedad *íntegramente participada* y, con ella, los beneficios de la simplificación de la segregación (artículo 71.2 RDLME), será recomendable llevar a cabo la segregación con anterioridad a la escisión.

S E G R E G A C I Ó N	Fecha orientativa	Principales Acciones / Hitos
	-	<ul style="list-style-type: none"> Elaboración por parte del CdA de Matriz y del órgano de administración de la Target de: <ul style="list-style-type: none"> (i) el proyecto común de segregación, con el contenido mínimo del artículo 4 RDLME; y (ii) la sección destinada a los trabajadores del informe del órgano de administración, con el contenido del artículo 5.5 RDLME.
	15 de enero ¹ (miércoles)	<ul style="list-style-type: none"> Publicación en la página web corporativa de la Matriz de: <ul style="list-style-type: none"> (i) el proyecto común de segregación; y (ii) un anuncio por el que se informe a los socios, acreedores y representantes de los trabajadores que pueden presentar observaciones relativas al proyecto. La inserción de dichos documentos en la página web deberá mantenerse hasta que finalice el plazo para el ejercicio por los acreedores de sus derechos. Convocatoria por el CdA de Matriz de una JG extraordinaria, que deberá incluir el contenido que se recoge en el artículo 174 LSC, y cuyo anuncio deberá ser publicado en la página web corporativa de la Matriz. Comunicación a los representantes de los trabajadores de la Target, informándoles de su derecho a presentar observaciones relativas al proyecto.
	22 de enero ² (miércoles)	<ul style="list-style-type: none"> Decisión de socio único de la Target, adoptada por el CdA de la Matriz, en su representación. Publicación en el BORME y en la página web corporativa de la Target de la decisión de socio único por la que se aprueba la segregación. O, en su lugar, comunicación individual por escrito o vía electrónica al socio y acreedores, por un procedimiento que asegure su recepción. Certificación de la decisión de socio único por parte del titular del cargo con facultad certificante, de acuerdo a los artículo 108 y 109 RRM.

¹ Para fines ilustrativos, se establece como fecha tentativa de inicio de la reestructuración societaria el 15 de julio del 2025.

² Se ha fijado un plazo *razonable* de **7 días** entre la comunicación a los representantes de los trabajadores de la Target y la toma de decisión del socio único, porque no siendo exigible la publicación y el anuncio en el caso de la Target (artículo 9.1 RDLME), entendemos que tampoco puede ser exigible el plazo de un mes para que formulen observaciones, pero sí que consideramos oportuno establecer un plazo *razonable*. Idea compartida por otros abogados especializados, en especial, Martín Jordano Luna en “*la simplificación de las fusiones y escisiones tras el RDL 5/2023. Algunos problemas prácticos*”.

Fecha orientativa	Principales Acciones / Hitos
17 de febrero (lunes)	<ul style="list-style-type: none"> • Celebración de la JG de la Matriz en primera convocatoria³, a la cual deberá concurrir, al menos, el 50% del capital suscrito con derecho a voto, y en la que se aprobará el acuerdo por mayoría absoluta (salvo que los EESS de la Matriz dispongan otros quórums o mayorías). • Publicación en el BORME y en la página web corporativa de la Matriz del acuerdo de la JG por el que se aprueba la segregación. O, en su lugar, comunicación individual por escrito o vía electrónica a todos los socios y acreedores, por un procedimiento que asegure su recepción. • Certificación del acuerdo de la JG por parte del secretario del CdA con el visto bueno de su presidente.
18 de febrero (martes)	<ul style="list-style-type: none"> • Otorgamiento de la escritura de segregación, con el contenido previsto en los artículos 50 RDLME y 227, 230 y 235 RRM. • Inscripción de la segregación en el RM del domicilio social de la Matriz y de la Target, siendo la inscripción relevante -a efectos constitutivos- la del domicilio de la Target (sociedad beneficiaria). Sin que sea necesario esperar a que los acreedores ejerzan sus derechos, en virtud del artículo 13.3 RDLME. • Una vez inscrita la segregación, comunicación a la Administración tributaria por parte de la Matriz, según lo dispuesto en el artículo 89.1 LIS.
-	<ul style="list-style-type: none"> • Elaboración por parte de los órganos de administración de la Target y de Estrella Marruecos de: <ul style="list-style-type: none"> (i) el proyecto común de escisión, con el contenido mínimo del artículo 4 RDLME; y (ii) la sección destinada a los trabajadores del informe del órgano de administración, con el contenido del artículo 5.5 RDLME.
19 de febrero (miércoles)	<ul style="list-style-type: none"> • Comunicación a los representantes de los trabajadores de Estrella Marruecos y de la Target, informándoles de su derecho a presentar observaciones relativas al proyecto.
26 de febrero (miércoles)	<ul style="list-style-type: none"> • Decisiones de socio único de Estrella Marruecos (adoptada por el órgano de administración de Estrella Mercancías, en su representación) y de la Target (adoptada por el CdA de la Matriz, en su representación). • Publicación en el BORME y en las páginas web corporativas de Estrella Marruecos y de la Target de las decisiones de socio único por las que se aprueba la escisión. O, en su lugar, comunicación individual por escrito o vía electrónica al socio y acreedores, por un procedimiento que asegure su recepción.

E
S
C
I
S
I
Ó
N

³ No se incluye en el calendario la referencia a la segunda convocatoria, ya que se espera que la familia Machado, que ostenta el 88% del capital social de la Matriz, acuda a la primera convocatoria de la JG.

Fecha orientativa	Principales Acciones / Hitos
	<ul style="list-style-type: none">• Certificación de las decisiones de socio único por parte de los titulares del cargo con facultad certificante, de acuerdo a los artículos 108 y 109 RRM.
27 de febrero (jueves)	<ul style="list-style-type: none">• Otorgamiento de la escritura de escisión parcial, con el contenido previsto en los artículos 50 RDLME y 227, 230 y 235 RRM.• Inscripción de la escisión en el RM de Estrella Marruecos y de la Target, siendo la inscripción relevante -a efectos constitutivos- la del domicilio de la Target (sociedad beneficiaria). Sin que sea necesario esperar a que los acreedores ejerzan sus derechos, en virtud del artículo 13.3 RDLME. Una vez inscrita la segregación, comunicación a la Administración tributaria por parte de Estrella Marruecos, según lo dispuesto en el artículo 89.1 LIS.
28 de febrero (viernes)	<ul style="list-style-type: none">• Otorgamiento de la escritura de cese de la unipersonalidad de la Target, por el titular del cargo con potestad certificante, de acuerdo con el artículo 203 RRM.• Inscripción del cese de la unipersonalidad en el RM.

*** **

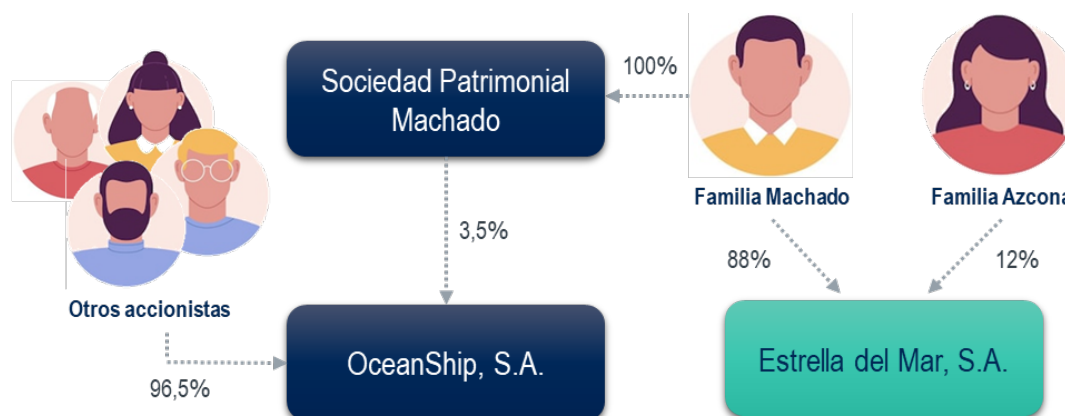
NOTA SOBRE LOS ASPECTOS SOCIETARIOS DE LAS POTENCIALES OPERACIONES SOCIETARIAS ENTRE ESTRELLA DEL MAR Y OCEANSHIP (“PROYECTO OCEAN”)

1. INTRODUCCIÓN

La presente nota (la “**Nota**”) se elabora a petición del equipo directivo de Estrella del Mar, S.A. (el “**Ciente**”) con el objeto de responder a distintas cuestiones planteadas por el Cliente dentro del marco de una potencial operación societaria con la sociedad cotizada OceanShip, S.A. (el “**Proyecto Ocean**”).

El Cliente nos informa de que están barajando 2 posibles desarrollos para el Proyecto Ocean: (i) la adquisición por parte de Estrella del Mar de una participación del 29,7% en OceanShip; o bien (ii) la combinación de negocios a través de la absorción por parte de OceanShip a Estrella del Mar. En ambos casos, el Proyecto viene impulsado por el accionista mayoritario de Estrella del Mar, la familia Machado, que tiene una participación indirecta del 3,5% en OceanShip.

Se incluye un esquema de la estructura accionarial de Estrella del Mar y de OceanShip (**Gráfico 1**).



En esta Nota, se analizan las siguientes cuestiones planteadas por el Cliente:

- (i) La adquisición de una participación minoritaria de OceanShip (apartado 2);
- (ii) La absorción de Estrella del Mar por parte de OceanShip (apartado 3); y
- (iii) El conflicto con la familia Azcona (apartado 4)

Esta Nota se limita a la descripción de cuestiones de Derecho español y no constituye asesoramiento comercial, de negocio, financiero, empresarial, ni de valoración. La Nota se ha preparado exclusivamente con base en la información proporcionada por el Cliente.

2. LA ADQUISICIÓN DE UNA PARTICIPACIÓN MINORITARIA DE OCEANSHIP

2.1 RESUMEN DE SITUACIÓN

Sobre esta opción de desarrollo del Proyecto Ocean, le preocupa al Cliente que, por la participación previa de la familia Machado (el “**Accionista Mayoritario**”) en OceanShip, sea necesario articular la operación de compraventa a través del lanzamiento de una OPA obligatoria. Por ello, nos solicita (i) un análisis sobre la obligatoriedad de la OPA; y (ii) en su caso, de las condiciones en las que podría articularse la compraventa y en qué porcentajes.

Adicionalmente, el Cliente nos informa de que OceanShip tiene previsto emitir un programa de recompra de acciones que podría afectar hasta un 1% del capital actualmente en circulación. Por lo que nos pregunta por las potenciales consecuencias de esta recompra.

2.2 LA OBLIGATORIEDAD DE LA OPA Y ALTERNATIVAS PARA ARTICULAR LA ADQUISICIÓN

El artículo 3 RD OPAs impone, a aquellos que alcancen una **participación de control**, la obligatoriedad de formular una OPA *por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo*. Por su parte, el artículo 4.1 a) RD OPAs entiende que existe una “participación de control” cuando *una persona física o jurídica alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%*.

En este caso, nos encontraríamos en un supuesto de “adquisición mixta del control”, ya que, después de la ejecución del Proyecto Ocean, el Accionista Mayoritario tendría una participación *directa* en OceanShip del 3,5%, a la que habría que sumarle la participación *indirecta* del 29,7%, por su participación de control en Estrella del Mar. Lo que daría al Accionista Mayoritario un porcentaje *real* de derechos de voto en OceanShip del 33,2%, superando el umbral del 30% y **activando la obligatoriedad de formular una OPA**.

Hablamos de porcentaje *real* del Accionista Mayoritario sobre OceanShip, porque, si bien su participación, una vez ejecutado el Proyecto Ocean, sería *stricto sensu* del 29,6% (el 3,5% de participación directa más el 88% del 29,7% de participación indirecta), este planteamiento privaría de sentido a todo el sistema, ya que, desde la perspectiva del RD OPAs, lo relevante es que se adquiriera el control del 30% la sociedad cotizada. Así, a estos efectos y a los del artículo 42 del Código de Comercio, debemos entender que la participación del 88% del Accionista Mayoritario debe computarse como una participación -en cuanto a derechos de voto- del 100% en Estrella del Mar (y, por lo tanto, del 33,2% en OceanShip), toda vez que el Accionista Mayoritario podrá aprobar exclusivamente con su voto todos -o la mayoría de- los acuerdos sociales y nombrar a todos -o la mayoría de- los miembros del CdA. Siendo este planteamiento el apoyado por la doctrina más cualificada⁴.

⁴ Concretamente, por el abogado, Fernando Torrente García de la Mata, y por el catedrático de Derecho Mercantil, José María Garrido García.

No obstante lo dicho, de acuerdo con el artículo 4.2 RD OPAs, el Cliente podrá solicitar a la CNMV la **dispensa de la obligación de formular la OPA** si existiese otro accionista que tuviera un porcentaje de voto igual o superior al 33,2%. Dispensa que, en caso de ser concedida, quedaría condicionada a que ese otro accionista no rebajase su participación por debajo del 33,2% y a que el Accionista Mayoritario no designase a más de la mitad de los miembros del CdA. Sin embargo, cabe señalar que es poco probable que concurra el requisito para la dispensa, debido a que el accionariado en las sociedades cotizadas se encuentra muy disperso y no se suelen ostentar participaciones tan elevadas.

Así las cosas, se plantean a continuación 3 posibilidades para que el Cliente pueda llevar a cabo la adquisición sin que se active la obligatoriedad de lanzar una OPA:

- (i) Que, con carácter previo a la adquisición por parte del Cliente del 29,7% de OceanShip, la **Sociedad Patrimonial Machado venda -como mínimo- el 3,3% de su participación en OceanShip**. Lo cual sumaría, tras dicha adquisición, una participación del 29,9% del Accionista Mayoritario, quedando justo por debajo del umbral del 30%;
- (ii) Que el **Cliente adquiera únicamente el 26,4% del capital social de OceanShip**, que, nuevamente, sumaría una participación del 29,9% del Accionista Mayoritario; o
- (iii) Que el **Cliente no adquiera participaciones en OceanShip, sino que sea absorbido por ésta**, tal y como detallamos en el apartado 3.

2.3 EL PROGRAMA DE RECOMPRA DE OCEANSHIP

El potencial programa de recompra de OceanShip, después de la adquisición por parte del Cliente de una participación en la misma siguiendo alguna de las alternativas planteadas en el apartado anterior, **podría desencadenar la obligación del Accionista Mayoritario de formular una OPA**, pues *cuando la reducción de capital de una sociedad cotizada española se realice mediante la compra de sus propias acciones para su amortización, deberá formularse una oferta pública de adquisición* (artículo 12.1 RD OPAs).

No obstante, esta regla general es excepcionada por el artículo 12.2 RD OPAs, que elimina dicha obligación, siempre que la compra (i) se realice siguiendo un **programa de recompras conforme al RAM**; y que (ii) no exceda del 10% del capital con derecho de voto de la sociedad. De esta forma, si OceanShip llevase a cabo su programa de recompra del 1% del capital social cumpliendo con los requisitos legales de finalidad, volumen y transparencia de los artículos 5 RAM y 4 Reglamento 2016/1052, no solamente se beneficiaría del “*safe harbour*” que constituyen los programas de recompra en relación al régimen de abuso de mercado (quedando exentos de las prohibiciones de abuso de información privilegiada y de manipulación del mercado -artículos 14 y 15 RAM-), sino que también se beneficiaría el Accionista Mayoritario de la exención de la obligación de lanzar la OPA.

Por el contrario, si OceanShip realizase dicha compra conforme al régimen general de autocartera (al margen del RAM y del Reglamento 2016/1052), debido a la suspensión de los derechos de

voto asociados a las acciones propias (artículo 148 LSC), el Accionista Mayoritario pasaría a ostentar, como consecuencia de dicha adquisición, más del 30% de los derechos de voto, desencadenándose la obligación de lanzar una OPA. En este escenario, no obstante, el artículo 7.4 RD OPAs prevé la exención de dicha obligación cuando, dentro del plazo de 3 meses desde la adquisición de la autocartera, (i) el Accionista Mayoritario enajene el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre el 30%, quedando, mientras tanto, en suspenso, de sus derechos políticos, aquéllos que excedan de dicho porcentaje; (ii) OceanShip venda la autocartera adquirida a un tercero distinto del Accionista Mayoritario, ya que se produciría la dilución de éste en el capital social de OceanShip y, en consecuencia, dejaría de estar obligado a formular la OPA; o (iii) se obtenga una dispensa de la CNMV.

3. LA ABSORCIÓN DE ESTRELLA DEL MAR POR PARTE DE OCEANSHIP

3.1 RESUMEN DE SITUACIÓN

Para la segunda opción de desarrollo del Proyecto Ocean, el Cliente nos solicita: (i) una relación de los requisitos que deberían cumplirse para articular la operación de forma que el Accionista Mayoritario no tenga que lanzar la OPA; y (ii) una estimación razonable de calendario, con los *steps* a seguir y plazos para llevar a cabo dicha fusión.

3.2 LA POSIBILIDAD DE ARTICULAR LA FUSIÓN SIN LA OBLIGACIÓN DE FORMULAR LA OPA

Como excepción de lo dispuesto en el artículo 4.1 a) RD OPAs, el artículo 8 g) RD OPAs prevé que, en caso de fusión, el Accionista Mayoritario podrá quedar exento de la obligación de formular la OPA, incluso alcanzando el umbral del 30% de los derechos de voto, si se cumplen los siguientes requisitos:

(i) Que el **Accionista Mayoritario no vote a favor de la fusión en la JG correspondiente de la sociedad afectada**. La doctrina ha señalado que esta referencia a la JG de la “sociedad afectada” debe entenderse hecha a la sociedad absorbente (OceanShip). Así, para evitar desencadenar la obligación de lanzar la OPA, el Accionista Mayoritario no podrá votar a favor en la JG de OceanShip que aprueba la fusión. De forma que el acuerdo de fusión deberá ser aprobado sin el 3,5% del Accionista Mayoritario, lo cual es perfectamente factible de acuerdo al régimen de quórum y mayorías recogido en los artículos 194 y 201.2 LSC y 8.6 RDLME.

Se recomienda, por tanto, que el Accionista Mayoritario acuda a la JG para que se conforme, contando con su presencia, la lista de asistentes a efectos del cómputo del quórum y, por tanto, a efectos de determinar la mayoría necesaria (en primera o segunda convocatoria). Debiendo, eso sí, abstenerse en el momento de la votación.

(ii) Que se pueda **justificar que el objetivo principal de la operación es industrial o empresarial y no la mera toma de control de OceanShip**. La práctica ha ido desarrollando un conjunto de documentos o informes que se suelen presentar ante la CNMV, junto con la

solicitud de exención, para demostrar que el objetivo principal de la fusión no es la toma de control: (a) una descripción detallada de la operación; (b) dos informes o dictámenes externos que justifiquen que su propósito no era la toma de control; (c) un informe de un perito o consultor de negocios que concluya sobre los motivos empresariales / industriales de la fusión; y (d) un dictamen jurídico que opine sobre si el motivo principal de la fusión es la toma de control.

En este caso, podrá ser sencillo justificar el motivo empresarial, toda vez que resulta factible que la absorción de Estrella del Mar -dedicada fundamentalmente al transporte internacional de mercancías- por parte de OceanShip -empresa líder del transporte de mercaderías entre los principales puertos del mar Mediterráneo-, sea parte del plan de negocio de ésta última. Así, se podrán exponer como motivos la combinación de negocios, el acceso a mejor financiación, las economías de escala y/o la creación de sinergias.

Adicionalmente, la CNMV puede exigir al Accionista Mayoritario una serie de **compromisos** para evidenciar que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control, a saber: (a) limitaciones a la adquisición de acciones en OceanShip por un periodo de tiempo; (b) la prohibición de nombrar a un número de consejeros mayor que el que le correspondería en ejercicio del sistema de representación proporcional; (c) el establecimiento en los EESS de OceanShip de mayorías reforzadas en determinados asuntos; (d) la no celebración de acuerdo o pacto con ningún otro accionista relativo al sentido de voto en OceanShip; y (e) el cumplimiento con las disposiciones del Código de buen gobierno de OceanShip.

Mientras el primer requisito es puramente fáctico y objetivo, el segundo queda a la valoración discrecional de la CNMV, que deberá verificar su cumplimiento, otorgando de manera expresa la exención. Y si bien, la casuística de la CNMV invita a pensar que el Accionista Mayoritario quedará exento de la obligación de formular la OPA, si cumple con estos requisitos y compromisos (extraídos de los informes planteados por los socios de las 6 fusiones públicas que, desde la entrada en vigor del RD OPAs, han recibido la exención de la CNMV), lo cierto es que este carácter discrecional hace difícil alcanzar una posición concluyente sobre la probabilidad de que se otorgue o no dicha exención.

3.3 ESTIMACIÓN RAZONABLE DE CALENDARIO

Fecha orientativa	Principales Acciones / Hitos
15 de enero ⁵ (miércoles)	<ul style="list-style-type: none">• Conversaciones preliminares entre los CdA de OceanShip y de Estrella del Mar.• Comunicación de información privilegiada a la CNMV, de OceanShip, de las negociaciones con Estrella del Mar para analizar una fusión entre ambas sociedades (artículo 226 LMVSI).

⁵ Para fines ilustrativos, se establece como fecha tentativa de inicio del Proyecto Ocean el 15 de enero del 2025.

Fecha orientativa	Principales Acciones / Hitos
17 de febrero (lunes)	<ul style="list-style-type: none"> • Elaboración y aprobación por parte de los CdA de OceanShip y de Estrella del Mar de: <ul style="list-style-type: none"> (iii) el proyecto común de fusión, con el contenido mínimo de los artículos 4 y 40 RDLME; y (iv) el informe completo del órgano de administración, tanto de OceanShip como de Estrella del Mar, con el contenido mínimo del artículo 5 RDLME. • Comunicación de información privilegiada a la CNMV, de OceanShip, de la aprobación y suscripción por parte del CdA de OceanShip del proyecto común de fusión por absorción de Estrella del Mar. • Solicitud al RM del nombramiento del experto independiente, conforme a lo dispuesto en el artículo 349 RRM.
18 de febrero - 10 de abril⁶	<ul style="list-style-type: none"> • Elaboración del informe del experto independiente, con el contenido mínimo de los artículos 6 y 41 RDLME.
11 de abril (viernes)	<ul style="list-style-type: none"> • Publicación en cada página web corporativa de: <ul style="list-style-type: none"> (iii) el proyecto común de fusión; (iv) un anuncio por el que se informe a los socios, acreedores y representantes de los trabajadores que pueden presentar observaciones relativas al proyecto; y (v) el informe del experto independiente, excluyendo, en su caso, la información confidencial que contuviera. <p>La inserción de dichos documentos en la página web deberá mantenerse hasta que finalice el plazo para el ejercicio por los acreedores de sus derechos.</p> • Convocatoria por el CdA de OceanShip de una JG extraordinaria, que deberá incluir el contenido que se recoge en los artículos 174 y 517 LSC, y cuyo anuncio deberá ser publicado en su página web corporativa. Deberá contemplar la posibilidad de que la JG se celebre en segunda convocatoria, con un plazo mínimo de 24h entre primera y segunda convocatoria, para el supuesto de no concurrencia del quórum necesario (artículo 177.2 LSC). • Convocatoria por el CdA de Estrella del Mar de una JG extraordinaria, que deberá incluir el contenido que se recoge en el artículo 174 LSC, y cuyo anuncio deberá ser publicado en su página web corporativa⁷.

⁶ Se ha previsto un plazo de **15 días** para que el registrador mercantil designe al experto independiente (artículo 340.1 RRM), más **5 días** para que el experto acepte el nombramiento (artículo 344.2 RRM), más **1 mes** para la elaboración y emisión del informe (artículo 345.1 RRM).

⁷ No se ha previsto que vaya a haber segunda convocatoria, ya que se espera que el Accionista Mayoritario (con el 88% del capital social de Estrella del Mar) acuda a la primera convocatoria.

Fecha orientativa	Principales Acciones / Hitos
12 de mayo (lunes)	<ul style="list-style-type: none">• Celebración, en primera convocatoria, de las JGs de OceanShip y de Estrella del Mar, a las cuales deberá concurrir, al menos, el 50% del capital suscrito con derecho a voto, y en la que se aprobará el acuerdo por mayoría absoluta (salvo que los EESS dispongan otros quórums o mayorías).
13 de mayo (martes)	<ul style="list-style-type: none">• Celebración, en segunda convocatoria (en caso de ser necesario), de la JG de OceanShip, a la cual deberá concurrir, al menos, el 25% del capital suscrito con derecho a voto, y en la que se aprobará el acuerdo por mayoría absoluta, si concurre más del 50% del capital suscrito con derecho a voto, o por mayoría de 2/3, si concurre más del 25% pero menos del 50% (salvo que los EESS dispongan otros quórums o mayorías).• Comunicación OIR a la CNMV de la aprobación por la JG de OceanShip del proyecto común de fusión.
14 de mayo (miércoles)	<ul style="list-style-type: none">• Publicación en el BORME y en ambas páginas web corporativas de los acuerdos de las JGs por los que se aprueba la fusión. O, en su lugar, para Estrella del Mar, comunicación individual por escrito o vía electrónica a todos los socios y acreedores, por un procedimiento que asegure su recepción.• Certificación de los acuerdos de las JGs por parte de los secretarios de cada CdA con el visto bueno de su presidente.• Comunicación OIR a la CNMV del régimen y procedimiento a través del cual se efectuará el canje de acciones.
15 de mayo (jueves)	<ul style="list-style-type: none">• Otorgamiento de la escritura de fusión, con el contenido previsto en los artículos 50 RDLME y 227, y 230 RRM.• Presentación del asiento de inscripción de la fusión en el RM del domicilio social de OceanShip. Sin que sea necesario esperar a que los acreedores ejerzan sus derechos, en virtud del artículo 13.3 RDLME.
30 de mayo ⁸ (viernes)	<ul style="list-style-type: none">• Inscripción de la fusión en el RM.• Comunicación OIR a la CNMV de la inscripción en el RM de la escritura de fusión.• Ampliación del capital de OceanShip para atender al canje de la fusión y otorgar las acciones nuevas emitidas a los accionistas de Estrella del Mar.

⁸ De acuerdo al artículo 39.1 RRM, la inscripción se practica dentro de los **15 días** siguientes al de la fecha del asiento de presentación.

Fecha orientativa	Principales Acciones / Hitos
	<ul style="list-style-type: none">• Comunicación a la Administración tributaria por parte de la Matriz, según lo dispuesto en el artículo 89.1 LIS.
2 de junio (lunes)	<ul style="list-style-type: none">• Comunicación OIR a la CNMV de las nuevas acciones emitidas para atender el canje y que han sido admitidas a negociación.

4. EL CONFLICTO CON LA FAMILIA AZCONA

4.1 RESUMEN DE SITUACIÓN

El Cliente nos informa de que el Accionista Mayoritario y la familia Azcona (el “**Accionista Minoritario**”) firmaron en 1987 un pacto de accionistas que estipulaba que *para la aprobación de cualquier modificación estructural sería necesario el voto a favor de la familia Azcona*.

Por ello, y dadas las discrepancias sobre el Proyecto Ocean expresadas en repetidas ocasiones por el Accionista Minoritario, el Cliente nos solicita una valoración de las consecuencias que podrían derivarse de un potencial incumplimiento de este pacto.

4.2 EL POSIBLE IMPACTO EN EL PROYECTO OCEAN DEL INCUMPLIMIENTO DEL PACTO DE ACCIONISTAS

De aprobarse el acuerdo de fusión sin el voto a favor del Accionista Minoritario, éste podría intentar que prosperase una **acción de impugnación de acuerdos sociales** del artículo 204 LSC. No obstante, entendemos que las probabilidades de éxito de dicha acción serían tendentes a cero.

En primer lugar, porque se trata de una cláusula de un pacto parasocial que no ha sido incorporado en los EESS de Estrella del Mar, ni tampoco consta la firma de la sociedad en el mismo, por lo que dicho pacto vincularía exclusivamente a los Accionistas Mayoritario y Minoritario (artículo 1091 CC) y, en ningún caso, podría ser oponible a la sociedad (artículo 29 LSC). En este sentido, la STS de 8 de febrero de 2022 ya argumentó que la eficacia de los pactos parasociales no pueden defenderse atacando la validez de los acuerdos societarios, esto se debe al principio de relatividad de los contratos, que establece que para un tercero un contrato es una “cosa realizada entre otros” y, por tanto, un tercero (como, Estrella del Mar) no puede verse afectado por el incumplimiento de un pacto de accionistas.

En segundo lugar, porque el artículo 204 LSC establece con carácter de *numerus clausus* los motivos de impugnación de los acuerdos sociales, entre los cuales no se incluye el incumplimiento de un pacto parasocial, por lo que el Accionista Minoritario no podrá alegar su incumplimiento para defender la nulidad del acuerdo de fusión.

No obstante, es probable que el Accionista Minoritario alegue otros motivos de impugnación:

- (i) que el Accionista Mayoritario se encuentra en una situación de conflicto de interés por haber nombrado a un consejero dominical en OceanShip. Nuevamente, consideramos que no

prosperaría una impugnación en este sentido, al no encontrarnos en ninguno de los supuestos de conflicto de interés que imposibilitan el ejercicio del derecho de voto (a *sensu contrario* del artículo 190.1 LSC). Además, tampoco sería de aplicación el artículo 190.3 LSC, que está pensado para supuestos diferentes, fundamentalmente, los casos de autocontratación del socio con la sociedad; y que, en cualquier caso, no privaría al Accionista Mayoritario de su derecho de voto, correspondiéndole al Accionista Minoritario la acreditación del conflicto de interés; o

- (ii) que el acuerdo lesiona el interés social por no existir una razón económica que justifique la operación, más allá del objetivo de la toma de control de Estrella del Mar por parte de OceanShip. Como indicábamos en el apartado 3.2, es difícil dar una respuesta concluyente sobre la admisión (o no) de las razones económicas / industriales de la fusión, no obstante, es notorio que en las fusiones en las que participa una sociedad cotizada, la sociedad resultante disfruta del “tesoro” que es que sus acciones se negocien en un mercado secundario oficial, lo cual conlleva numerosas ventajas: abaratamiento de los costes de financiación, el prestigio y la reputación de la marca, la liquidez de la que disfrutaban los accionistas, etc.

Así las cosas, resulta poco probable que un juez vaya a declarar nulo el acuerdo de fusión que eventualmente adopte Estrella del Mar. Sin embargo, de cara a eliminar cualquier posible riesgo, será recomendable procurar la **inscripción de la fusión con la máxima celeridad**, la cual, además de tener carácter constitutivo (artículo 51.1 RDLME), también impide que se pueda declarar la nulidad de la fusión (artículo 16.2 RDLME).

Finalmente, en el supuesto de que la acción se interpusiese antes de la inscripción del acuerdo, el Accionista Minoritario podría solicitar la suspensión cautelar de dicho acuerdo, conforme al artículo 720.10º LEC. No obstante, es también poco probable que se otorgue dicha medida, pues entendemos que no existe apariencia de buen derecho (*fumus boni iuris*) y, además, son prácticamente inexistentes las ocasiones en las que se ha acordado la suspensión cautelar de un acuerdo de fusión (siendo la más mediática la suspensión cautelar de la fusión de Mediaset Italia y su filial española, en un escenario completamente distinto al que nos compete).

4.3 LA POTENCIAL RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL DERIVADA DEL INCUMPLIMIENTO DEL PACTO DE ACCIONISTAS

No obstante lo dicho en el apartado anterior, la reclamación del Accionista Minoritario sí que podría prosperar en el plano puramente civil, es decir, a través de una **acción de responsabilidad contractual** alegando el incumplimiento del pacto parasocial, y solicitando la condena al Accionista Mayoritario a la indemnización por los daños y perjuicios ocasionados y/o, en su caso, a la ejecución de la cláusula penal. Sin que esto pueda tener consecuencias para el Proyecto Ocean o el Cliente.

En este escenario, el Accionista Mayoritario podría alegar que la obligación de adoptar por unanimidad acuerdos sociales y, concretamente, acuerdos de modificaciones estructurales, es

CASO PRÁCTICO PARA EL TRABAJO DE FIN DE MÁSTER
MUAPP - Especialidad Empresa
Parte II.- Las operaciones societarias entre Estrella del Mar y OceanShip

nula de pleno derecho por ser contraria a una norma societaria de carácter imperativo (artículos 200 LSC y 8.6 RDLME, en relación con el artículo 6.3 CC).

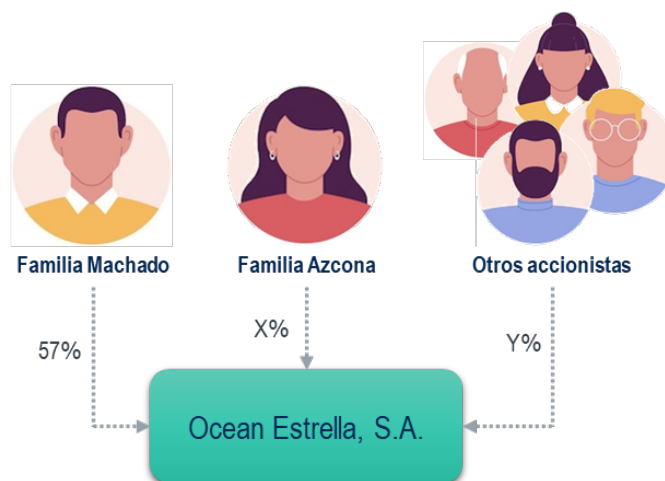
*** **

NOTA SOBRE LAS PROPUESTAS DE RETRIBUCIÓN ALTERNATIVAS PARA LOS ACCIONISTAS DE OCEAN ESTRELLA, S.A. (“ESTRELLA RETRIBUCIÓN FLEXIBLE”)

1. INTRODUCCIÓN

La presente nota (la “**Nota**”) se elabora a petición del equipo directivo de la empresa cotizada Ocean Estrella, S.A. (el “**Ciente**”), sociedad resultante de la absorción de Estrella del Mar, S.A. por OceanShip, S.A., con el objeto de responder a las cuestiones planteadas por el Cliente en el contexto de lanzamiento de un programa de retribución flexible para sus accionistas (“**Estrella Retribución Flexible**” o “**ERF**”).

Se incluye a continuación un esquema resumen de la estructura del accionariado actual del Cliente:



En esta Nota, se analizan las siguientes cuestiones planteadas por el Cliente:

- (i) Los planes de retribución flexible o *scrip dividends* (apartado 2);
- (ii) La implementación del programa de retribución flexible (apartado 3);
- (iii) La opción por defecto en los *scrip dividends* (apartado 4); y
- (iv) El conflicto con la familia Azcona: el derecho a recibir un dividendo en efectivo (apartado 5).

Esta Nota se limita a la descripción de cuestiones de Derecho español y no constituye asesoramiento comercial, de negocio, financiero, empresarial, ni de valoración. La Nota se ha preparado exclusivamente con base en la información proporcionada por el Cliente.

2. LOS PLANES DE RETRIBUCIÓN FLEXIBLE O *SCRIP DIVIDENDS*

En los últimos años, los sistemas de retribución flexible al accionista o ***scrip dividends*** se han ido adoptando en diversas sociedades cotizadas españolas, por el atractivo que generan para los potenciales inversores, pues permiten al accionista optar entre distintas alternativas a la hora de recibir el dividendo que se acuerda en la JG. Concretamente, los accionistas en un sistema de retribución flexible pueden escoger entre: (i) percibir su retribución mediante la entrega de acciones nuevas totalmente liberadas; (ii) transmitir sus derechos de asignación gratuita en el mercado (artículo 306.2 párrafo 2º LSC), los cuales, al igual que las acciones del Cliente, cotizarían en el mercado secundario; o (iii) recibir el pago del dividendo en efectivo.

Conceptualmente, en las operaciones de *scrip dividend* se producen 2 operaciones societarias de forma coordinada. Por un lado, en tanto que los accionistas pueden optar por recibir el dividendo de la forma tradicional (en efectivo), tendrá lugar una **distribución de dividendos**, que se puede enmarcar bien en el contexto de la distribución del resultado del ejercicio por parte de la JG, competencia que le atribuyen los artículos 160.1 y 276 LSC, bien en el escenario de una distribución de un dividendo a cuenta, siempre y cuando se cumplan los requisitos del artículo 277 LSC. Por otro lado, dado que los accionistas pueden optar también por recibir acciones de nueva emisión en pago de su dividendo, también tendrá lugar un **aumento de capital con cargo a reservas** del artículo 303 LSC.

Es habitual que estos sistemas de retribución flexible tengan, al menos, 2 ediciones por ejercicio, teniendo, el pago en efectivo de la primera, carácter de distribución de resultado del ejercicio y el de la segunda, de dividendo a cuenta. Por ello, en la 2ª edición, para el supuesto de que no se reúnan los requisitos para el dividendo a cuenta, se suele incluir un **compromiso irrevocable de compra** por parte de la sociedad, por el que ésta se obliga a adquirir los derechos de asignación gratuita derivados del aumento de capital a un precio fijo garantizado, con el fin de asegurar que los accionistas puedan recibir toda o parte de su retribución en efectivo. En ese supuesto, los accionistas podrían elegir entre: (i) percibir su retribución mediante la entrega de nuevas acciones liberadas; (ii) transmitir la totalidad o parte de sus derechos de asignación gratuita en el mercado; o (iii) transmitir la totalidad o parte de sus derechos de asignación gratuita a la sociedad al precio fijo de compra.

Finalmente, es además habitual que la JG delegue en el CdA la facultad de acordar estos aumentos de capital liberado, conforme a lo dispuesto en el artículo 297.1 a) LSC.

3. LA IMPLEMENTACIÓN DEL PROGRAMA DE RETRIBUCIÓN FLEXIBLE

Ante la falta de previsión de la LSC -que, no establece obstáculo para que el dividendo pueda ser satisfecho en bienes distintos al dinero, pero que tampoco regula esta posibilidad- y con base en el ejercicio de la autonomía de la voluntad del artículo 28 LSC, será recomendable -aunque no necesario- llevar a cabo una modificación estatutaria que concrete este derecho de los

accionistas, estableciendo la posibilidad de que el dividendo sea satisfecho total o parcialmente en especie -mediante acciones de nueva emisión-, debiéndose respetar en cualquier caso el principio de integridad del capital y la regla de proporcionalidad en el reparto de dividendos.

En consecuencia, la JG de Ocean Estrella tendrá que pronunciarse sobre: (i) la **modificación de los EESS**; y (ii) los **términos comunes del reparto del dividendo y del aumento de capital liberado**⁹, que deberán incluir, entre otros: (a) la cifra acordada en la que se amplía el capital social, entendida como un valor de mercado de referencia máximo; (b) el periodo en el que va a tener lugar la ejecución del sistema de retribución flexible; (c) la opción que se aplicaría por defecto en el supuesto de que los accionistas no comuniquen la opción del sistema de retribución flexible que desean; y (d) la delegación en el CdA de Ocean Estrella para que pueda ejecutar el aumento de capital.

Los acuerdos adoptados por la JG deberán ser formalizados en escritura pública (primera escritura del aumento de capital) y certificados por el secretario del CdA, con el visto bueno de su presidente. Adicionalmente, como excepción a la obligación de inscripción simultánea del acuerdo y de la ejecución del aumento de capital del artículo 315 LSC, el artículo 508 LSC prevé para las sociedades cotizadas la posibilidad de inscribir el acuerdo antes de su ejecución, sin embargo, la práctica más habitual es la inscripción simultánea.

Tras los acuerdos de la JG, será labor del CdA de Ocean Estrella el **desarrollo y la ejecución del sistema de retribución flexible**. Para mayor ilustración, se incluye un calendario orientativo para el desarrollo del ERF, en el que se establece como fecha tentativa de inicio el 16 de junio del 2025, y en el que se incluyen los principales acuerdos a adoptar, así como los documentos que deben ser publicados (**Tabla 1**).

Fecha orientativa	Principales Acciones / Hitos
16 de junio (lunes)	<ul style="list-style-type: none">Adopción por el CdA de:<ul style="list-style-type: none">(i) el acuerdo para la ejecución del aumento de capital liberado, previamente acordado por la JG; y(ii) el acuerdo de pago del dividendo de distribución del resultado / a cuenta. En el caso del dividendo a cuenta, previa formulación del estado contable de Ocean Estrella, poniendo de manifiesto que <i>existe liquidez suficiente para la distribución</i> (artículo 277 LSC).Comunicación OIR a la CNMV, para la publicación de ambos acuerdos, conforme al artículo 227 LMVSI, se proceda a la publicación de dicha comunicación, por ser considerada <i>otra información relevante</i>.

⁹ Debiéndose atender, para cada uno de estos acuerdos, a sus propias reglas de aprobación en cuanto a competencia, quórum, mayorías, etc., como si fueran operaciones independientes.

Fecha orientativa	Principales Acciones / Hitos
1 de julio (martes)	<ul style="list-style-type: none"> Comunicación OIR a la CNMV del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción y el importe del dividendo. Para cuyo cálculo se habrá tomado en consideración la media aritmética de los precios medios ponderados de cotización de la acción de Ocean Estrella en las sesiones bursátiles correspondientes a los días 24, 25, 26, 27 y 30 de junio.
2 de julio (miércoles)	<ul style="list-style-type: none"> Publicación del anuncio de la ejecución del aumento de capital en el BORME. Último día en el que se negocian las acciones de Ocean Estrella con derecho a participar en el sistema de dividendo opcional ERF, esto es, con el derecho a optar por alguna de las opciones de retribución flexible (last trading date).
3 de julio (jueves)	<ul style="list-style-type: none"> Fecha ex-dividendo (ex date) desde la cual -inclusive- las acciones de Ocean Estrella se negocian sin derecho a participar en el sistema de dividendo opcional ERF. Comienzo del periodo común de elección y del periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita.
4 de julio (viernes)	<ul style="list-style-type: none"> Fecha de referencia (record date) para determinar los accionistas de Ocean Estrella que tienen derecho a participar en el sistema ERF.
16 de julio ¹⁰ (miércoles)	<ul style="list-style-type: none"> Fin del periodo común de elección y del periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita.
17 de julio (jueves)	<ul style="list-style-type: none"> Acuerdo del CdA por el que se resuelve: <ol style="list-style-type: none"> (i) cerrar del proceso de ampliación de capital, declarando la cifra de capital social finalmente suscrito y acordando el número concreto de acciones a emitir. (ii) nueva redacción a los EESS a fin de recoger en los mismos la nueva cifra de capital social, para lo cual se entienden facultados en virtud de los artículo 297.2 y 313 LSC. Comunicación OIR a la CNMV del cierre del ERF.
18 de julio (viernes)	<ul style="list-style-type: none"> Escritura pública de ejecución del aumento (segunda escritura del aumento de capital), con los pronunciamientos del artículo 314 LSC, y que deberá incluir la nueva redacción de los artículos de los EESS relativos a la cifra del capital social y a las acciones (artículo 166.4.4º RRM).

¹⁰ Se fija el 16 de julio en cumplimiento del plazo mínimo legal para el ejercicio del derecho de suscripción en sociedades cotizadas: **14 días** desde la publicación del anuncio de la oferta de suscripción de la nueva emisión en el BORME (artículo 503 LSC).

Fecha orientativa	Principales Acciones / Hitos
	<ul style="list-style-type: none">• Pago del dividendo o entrega de las nuevas acciones, según corresponda.
21 de julio ¹¹ (lunes)	<ul style="list-style-type: none">• Inscripción de la operación de aumento en el RM.• Fecha prevista para el inicio de la contratación ordinaria de las nuevas acciones emitidas en virtud del aumento de capital.

4. LA OPCIÓN POR DEFECTO EN LOS *SCRIP DIVIDENDS*

Nuevamente, debido a la ausencia de regulación legal, deberá ser la JG de Ocean Estrella o, subsidiariamente, su CdA quien deba determinar la opción del ERF que, ante la falta de elección por parte del accionista, deberá aplicarse.

Se podrá optar por una u otra alternativa, aunque, en línea con la práctica de la mayoría de sociedades cotizadas españolas que han implementado sistemas de *scrip dividends*, recomendamos que la JG de Ocean Estrella fije como opción *por defecto* u opción subsidiaria, en caso de que el accionista no comunique su elección durante el periodo común de elección, la **retribución mediante la entrega de nuevas acciones totalmente liberadas**. Entendemos que ésta es la opción que más favorece los intereses del Cliente, ya que contribuye a una de las finalidades propias de todo sistema de retribución flexible, esto es: el refuerzo de los fondos propios de la sociedad.

Por otro lado, la configuración de la recepción del dividendo en efectivo como opción subsidiaria, conllevaría la necesidad de establecer los mecanismos adecuados para evitar los efectos adversos que dicha opción generaría para los accionistas que optan por ella, principalmente, la dilución de su participación en Ocean Estrella.

5. EL CONFLICTO CON LA FAMILIA AZCONA: EL DERECHO A RECIBIR UN DIVIDENDO EN EFECTIVO

El Cliente nos informa de su preocupación por las trabas al ERF que pueda poner la familia Azcona (el “**Accionista Minoritario**”), dada su enemistad manifiesta con la familia Machado (el “**Accionista Mayoritario**”).

Sin embargo, dada la composición del accionariado de Ocean Estrella (Gráfico 1), la oposición del Accionista Minoritario no supone riesgo para la implementación del ERF, ya que bastará con

¹¹ Precisamente porque hasta que no esté inscrita la operación de aumento, no podrán llevarse a cabo negocios sobre las nuevas acciones, la inscripción deberá tener lugar en un plazo no superior a 3 días, de acuerdo con las exigencias de la CNMV.

la concurrencia y voto favorable del Accionista Mayoritario para la aprobación tanto de la distribución de dividendos o del dividendo a cuenta -con un régimen de quórum y mayoría ordinarios-, como la de la modificación estatutaria y los aumentos de capital -con un régimen de quórum y mayoría reforzados-.

No obstante, existiría la posibilidad de que, una vez aprobados los acuerdos por la JG de Ocean Estrella, el Accionista Minoritario iniciara ante el juez de lo mercantil competente un procedimiento de **impugnación de acuerdos sociales** del artículo 204 LSC, argumentando que *el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad* y que, por lo tanto, los acuerdos de las operaciones que desarrollan el ERF son contrarios a la Ley y/o lesionan el interés social. Argumentos, los cuales entendemos que, no prosperarían en juicio.

Con respecto a la primera idea de que el programa ERF es contrario a la Ley, consideramos que se trata de una afirmación insostenible, toda vez que -como se exponía en el apartado 3- la LSC no se pronuncia sobre la necesidad de que el dividendo tenga que ser satisfecho en efectivo o no. Ciertamente esta laguna legal ha despertado cierto debate doctrinal al respecto, no obstante, la doctrina dominante apunta a la idea de que la causa lucrativa del contrato de sociedad no se ve alterada por el pago del dividendo en especie, máxime cuando la evolución del Derecho de Sociedades ha favorecido una expansión del tradicional concepto de “ánimo de lucro”, incluyendo en éste cualquier tipo de beneficio económico que obtenga el accionista. Además, cabe señalar, a este respecto, que, en sociedades cotizadas -como en el caso de Ocean Estrella-, el beneficio económico que obtendría el accionista a través del ERF es fácilmente valorable, a través del precio de cierre de la acción.

Por otro lado, con respecto al razonamiento de que el programa ERF lesiona el interés social, resulta evidente que el esquema de *scrip dividends* permite conjugar mejor los intereses de la sociedad y de los socios ofreciendo una solución al conflicto tradicional entre el interés de la sociedad de constituir reservas y el de los socios de percibir dividendos, por lo que tampoco puede entenderse como una defensa sólida para sostener la impugnación de los acuerdos sociales.

Finalmente, también sería posible que el Accionista Minoritario interpusiera una **acción individual de responsabilidad**, de conformidad con el artículo 241 LSC, recayendo sobre éste la carga de la prueba de demostrar que los actos del CdA en materia del ERF han lesionado directamente sus intereses, en concreto: el de recibir un dividendo en efectivo. De nuevo, este razonamiento difícilmente va a ser compartido por algún juez, toda vez que este “derecho” del socio a recibir su dividendo en efectivo va a mantenerse indemne con la simple notificación del accionista, durante el periodo común de elección, en la que exprese su voluntad de cobrar el dividendo en efectivo.

*** **

BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. DOUE núm C326

Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión

Reglamento Delegado (UE) 2016/1052 de la Comisión, de 8 de marzo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a las condiciones aplicables a los programas de recompra y a las medidas de estabilización

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio. Gaceta de Madrid, núm. 289

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. Gaceta de Madrid, núm. 206

Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección. BOE núm. 192

Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil. BOE núm. 184

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

Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas. BOE núm. 264

Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. BOE núm. 159

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. BOE núm. 180

Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. BOE núm. 278

Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia. BOE núm. 50

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. BOE núm. 161

Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. BOE núm. 288.

Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas. BOE núm. 236

Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores. BOE núm. 255

Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público. BOE núm. 236

Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014. BOE núm. 272

Ley 2/2018, de 28 de junio, de Puertos y Transporte Marítimo del País Vasco. BOE núm. 129

Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. BOE núm. 66

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. BOE núm. 154

2. RESOLUCIONES, COMUNICACIONES E INFORMES OFICIALES

Decisión de la Comisión Europea, de 1 de septiembre de 2000, caso Volvo / Renault VI.

Comunicación de la Comisión, de 29 de enero de 2004, sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin (2005/C 56/03).

Informe 25/09, de la Junta Consultiva de Contratación Administrativa, de 1 de febrero de 2010.

Comunicación de 19 de junio de 2013, de la Comisión Nacional de la Competencia, sobre el Programa de Clemencia. BOE núm. 196

Informe y propuesta de resolución de la CNMC sobre el Expediente C-0996/18 MCH/LITALSA.

Resolución CNMC, expediente S/DC/0612/17, de 1 de octubre de 2019.

Comunicación 1/2023, de 13 de junio, de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, sobre criterios para la determinación de la prohibición de contratar por falseamiento de la competencia. BOE núm. 155

3. JURISPRUDENCIA

Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), asunto C-724/17, de 14 de marzo de 2019.

Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), asunto C-882/19, de 6 de octubre de 2021.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil), núm. 301/2012, de 18 de mayo de 2012.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo), núm. 704/2019, de 27 de mayo de 2019.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo), núm. 333/2019, de 13 de marzo de 2019.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 15ª), núm. 164/2008, de 9 de mayo de 2008.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28ª), núm. 350/2015, de 4 de diciembre de 2015.

4. OBRAS DOCTRINALES

Acosta Álvarez, T.J. (2024). La due diligence legal previa a la adquisición de empresa. En R.S. Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio*. (4a ed., pp. 79 - 109). La Ley.

Álvarez Royo-Villanova, S. (2016). *La sucesión universal en las modificaciones estructurales de la sociedad de capital* (tesis doctoral). Universidad de Granada. Recuperado de: [LA SUCESIÓN UNIVERSAL EN LAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES](#)

Aragón Tardón, S. (2018). *Las operaciones de scrip dividends de las sociedades cotizadas* (tesis doctoral). Universidad Complutense de Madrid. Recuperado de: [Las operaciones de Scrip Dividends de las sociedades cotizadas. Estudio comparativo de los regímenes británico, francés y español](#)

Barros García, M. (2024). Aspectos laborales de las adquisiciones de empresas. En R.S. Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio*. (4a ed., pp. 1267-1293). La Ley.

Cabrera Zaragoza, S. & Ferrer Poggio, E. (2024). Aspectos procedimentales y prácticos en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas sometidas al control de concentraciones. En R.S. Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio*. (4a ed., pp. 1157 - 1201). La Ley.

Fernández del Pozo, L. (2024). Las operaciones sobre "activos esenciales": artículo 160 f) y 511 bis de la Ley de Sociedades de Capital. En R.S. Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio*. (4a ed., pp. 199 - 282). La Ley.

García de Enterría Lorenzo Velázquez, J. (2024). Significado y cuestiones jurídicas de los programas de recompra de acciones propias. *La Ley Mercantil*. (112), abril 2024.

- Garrido García, C.; Pereda Espeso, J. & Redonet Sánchez del Campo, J. (2024). Ofertas Públicas de adquisición de valores (I). En R.S. Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio*. (4a ed., pp. 565 - 640). La Ley.
- Gómez Pomar, F. & Gili Saldaña, M. (2024). Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. En R.S. Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio*. (4a ed., pp. 439 - 493). La Ley.
- Gutiérrez Gilsanz, J. (2018). La fusión como supuesto excluido de la obligación de formular una OPA. *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*. Recuperado de: [La fusión como supuesto excluido de la obligación de formular una OPA](#)
- Iribarren Blanco, M. (2024). Competencia de la junta general sobre la disposición de activos esenciales: tendencias en el derecho comparado y cuestiones en los grupos de sociedades. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*. (65, pp. 63-81).
- Jordano Luna, M. (2024). La simplificación de las fusiones y escisiones tras el RDL 5/2023. Algunos problemas prácticos. *Revista de Derecho Mercantil*. (333), julio-septiembre 2024.
- Jordano Luna, M. (2024). Fusiones de sociedades cotizadas. En R.S. Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio*. (4a ed., pp. 923 - 975). La Ley.
- Ortiz Tortuero, J. (2024). El contrato de compraventa de acciones. En R.S. Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio*. (4a ed., pp. 363 - 404). La Ley.
- Paz-Ares Rodríguez, C. (1992). Aproximación al estudio de los dividendos en especie. *Revista Jurídica del Notariado*. (julio-septiembre, pp. 207-228).
- Ravina Martín, P. (2024). Los ajustes de precio en los contratos de compra de empresas. En R.S. Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio*. (4a ed., pp. 439 - 493). La Ley.
- San Pedro Martínez, G. & del Río Ciriza, G. (2024). El seguro de manifestaciones y garantías: cuestiones prácticas de interés. En R.S. Quetglas (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas. Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio*. (4a ed., pp. 439 - 493). La Ley.
- Torrente García de la Mata, F. & Garrido García, J.M. (2010). La OPA obligatoria por adquisición de control en el sistema actual. Vicisitudes que pueden afectar al control de la sociedad cotizada. *Revista de derecho del mercado de valores*. (6), 2010.

Vidal-Pardo del Río, M. (2014). Procedimiento simplificado de segregación intragrupo. *Diario La Ley* (nº 8247). Recuperado de: [art0367.pdf](#)

Vidal Vela, D. (2021). Una aproximación jurídica a la figura contable “aportaciones de socios o propietarios” de la cuenta 118 del Plan General Contable. *La Ley Mercantil*. (80), mayo 2021.

5. RECURSOS DE INTERNET

ACS OIR (27 de junio de 2024). *Primera ejecución del dividendo flexible acordado por la Junta General de Accionistas de 10.05.2024 - Documento informativo*. Recuperado de: [2024_06_27_OIR_y_DOC.pdf](#)

Aguilera Silván, F. J. (2010). La cesión del contrato en la doctrina civil. *Noticias Jurídicas*. Recuperado de: [La cesión del contrato en la doctrina civil · Noticias Jurídicas](#)

Alfaro Águila-Real, J. (2017). Conflictos de interés del socio y personas vinculadas, *Almacén de Derecho*. Recuperado de: [Conflictos de interés del socio y personas vinculadas - Almacén de Derecho](#)

Alfaro Águila-Real, J. (2019). El deber de abstención del socio en caso de conflicto de intereses (art. 190 LSC). *Almacén de Derecho*. Recuperado de: [El deber de abstención del socio en caso de conflicto de intereses \(art. 190 LSC\)* - Almacén de Derecho](#)

Alfaro Águila-Real, J. (2019). Las modificaciones estructurales y la sucesión universal como transmisión de patrimonios. *Almacén de Derecho*. Recuperado de: [Las modificaciones estructurales y la sucesión universal como transmisión de patrimonios - Almacén de Derecho](#)

Álvarez Royo-Villanova, S. (2016). La aportación de una unidad económica puede hacerse mediante un aumento de capital. *Almacén de Derecho*. Recuperado de: [La aportación de una unidad económica puede hacerse mediante un aumento de capital - Almacén de Derecho](#)

CaixaBank (2020). *Documentación fusión CaixaBank y Bankia (artículo 39 Ley 3/2009)*. Recuperado de: [Fusiones | CaixaBank](#)

CNMC Blog (2021). *Así funciona la terminación convencional: compromisos que evitan multas*. Recuperado de: <https://blog.cnmc.es/2021/03/10/terminacion-convencional-competencia-cnmc/>

CNMV (2008, 16 abril). *Grupo Rayet, S.A. remite documentación relativa a la solicitud de exención de opa sobre Afirma Grupo Inmobiliario, S.A.* Recuperado de: cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=2%2bZReEqgc6GFylQyx2nzTnoVWDFesgkpo6eZDnmbdpma3phc%2fKDDGHMm719fO0VE

- CNMV (2009, 29 junio). *Documentación relativa a la exención de opa sobre Vueling solicitada por Iberia, que ha sido aprobada con fecha 29 de junio de 2009 (1 de 3)*. Recuperado de:
cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=sa7HxhZktUIbCjYYqOoAF7ojc5caDaczWitwUsYwRmRQSRh0dt1K2vXNhAR3mLSV
- CNMV (2009, 29 junio). *Documentación relativa a la exención de opa sobre Vueling solicitada por Iberia, que ha sido aprobada con fecha 29 de junio de 2009 (2 de 3)*. Recuperado de:
<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=75tRQeESvnT0WkxiYi2onbojc5caDaczWitwUsYwRmRQSRh0dt1K2vXNhAR3mLSV>
- CNMV (2009, 29 junio). *Documentación relativa a la exención de opa sobre Vueling solicitada por Iberia, que ha sido aprobada con fecha 29 de junio de 2009 (3 de 3)*. Recuperado de:
cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=AboqTPH2SysDVrGSfrsjubojc5caDaczWitwUsYwRmRQSRh0dt1K2vXNhAR3mLSV
- CNMV (2014, 16 diciembre). *Natraceutical, S.A. remite la documentación presentada el 1/12/2014 por Reig Jofre Investments para la solicitud de exención de OPA, cuya dispensa ha obtenido en el día de hoy (1 de 2)*. Recuperado de:
<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=75tRQeESvnT0WkxiYi2onbojc5caDaczWitwUsYwRmRQSRh0dt1K2vXNhAR3mLSV>
- CNMV (2014, 16 diciembre). *Natraceutical, S.A. remite la documentación presentada el 1/12/2014 por Reig Jofre Investments para la solicitud de exención de OPA, cuya dispensa ha obtenido en el día de hoy (2 de 2)*. Recuperado de:
<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=HOUtewro9tK78Wmyw4vUWbojc5caDaczWitwUsYwRmRQSRh0dt1K2vXNhAR3mLSV>
- CNMV (2018, 29 de junio). *Piscine Luxembourg Holdings 1 S.à r.l. publica el escrito de solicitud de exención de OPA sobre Fluidra, S.A. y la correspondiente documentación complementaria (1 de 3)*. Recuperado de:
<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=au35R0s5qrThcwl3Fclx7ojc5caDaczWitwUsYwRmRQSRh0dt1K2vXNhAR3mLSV>
- CNMV (2018, 29 de junio). *Piscine Luxembourg Holdings 1 S.à r.l. publica el escrito de solicitud de exención de OPA sobre Fluidra, S.A. y la correspondiente documentación complementaria (1 de 3)*. Recuperado de:
<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=0rkXcviPjbpHZujePbaUu7ojc5caDaczWitwUsYwRmRQSRh0dt1K2vXNhAR3mLSV>
- CNMV (2018, 29 de junio). *Piscine Luxembourg Holdings 1 S.à r.l. publica el escrito de solicitud de exención de OPA sobre Fluidra, S.A. y la correspondiente documentación*

complementaria (1 de 3). Recuperado de: <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=GPwJZX7rhpqWrTdMzjmLrojC5caDaczWitwUsYwRmRQSRh0dt1K2vXNhAR3mLSV>

Comunicación Poder Judicial (2020). *El juez mantiene la suspensión cautelar de la fusión de Mediaset Italia y su filial española*. Recuperado de: [El juez mantiene la suspensión cautelar de la fusión de Mediaset Italia y su filial española | CGPJ | Poder Judicial | Sala de Prensa | Archivo de notas de prensa](#)

Iberdrola página web (2024). *Preguntas frecuentes del sistema "Iberdrola Retribución Flexible"*. Recuperado de: [Preguntas frecuentes del sistema "Iberdrola Retribución Flexible" - Iberdrola](#)

Iberdrola OIR (26 de octubre de 2023). *Términos y condiciones de la segunda edición del sistema de dividendo opcional "Iberdrola Retribución Flexible" correspondiente al ejercicio 2023*. Recuperado de: [20231026 OIR- Documento informativo 2a ed. IRF 2023 \[ESP\]](#)

Iberdrola OIR (19 de diciembre de 2023). *Ratificación del acuerdo de pago de una cantidad a cuenta del dividendo del ejercicio 2023 en el marco de la segunda edición del sistema "Iberdrola Retribución Flexible" de 2023*. Recuperado de: [20231219 OIR - Ratif. Dividendo a Cuenta 2a ed. IRF 2023](#)

Iberdrola OIR (30 de enero de 2024). *Cierre de la segunda edición del sistema de dividendos opcional "Iberdrola Retribución Flexible" del ejercicio 2023*. Recuperado de: [20240130 OIR - Cierre 2a ed. IRF 2023 ESP](#)

Iberdrola OIR (24 de abril de 2024). *Calendario estimado de la primera edición del sistema de dividendo opcional "Iberdrola Retribución Flexible" del ejercicio 2024*. Recuperado de: [20240424 OIR - Calendario 1a ed. IRF 2024 ESP](#)

Martínez Mata, Y. (2019). *Multas de competencia, sucesión de empresas y concurso*. *Almacén de Derecho*. Recuperado de: <https://almacenederecho.org/multas-de-competencia-sucesion-de-empresas-y-concurso>

Odrozola, M.; Barrantes, B.; Irissarry, B.; Alcaraz, C.; Latorre, A.; Doménech, D.; Iglesias, C.; Oltra, I.; & Moreu, A. (2019). *Antitrust Update: Monográfico sobre prohibición de contratar*. *Clifford Chance*. Recuperado de: [antitrust-update-monografico-sobre-prohibicion-de-contratar.pdf](#)

Scott, L. (2020). *Locked Box, Completion Accounts and Earn-Outs: how to adjust the price when buying/selling a business*. *Michelmores*. Recuperado de: <https://www.michelmores.com/commercial-litigation-insight/how-adjust-price-when-buyingselling-business/>