



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

DICTAMEN JURÍDICO

Trabajo de Fin de Máster

Universidad Pontificia Comillas

[E000003422]

Antonio Cuéllar Zurutuza

4º E-5 FIPE

Tutor Prof. Bruno Martín Baumeister

18 de diciembre de 2024

FONDO DE INVERSIÓN ATLAS CAPITAL & ANDALUSÍA HARBORS, S.L.

**Formulación de oferta sobre posible adquisición de
la mercantil Estrella Gestión de Puertos, S.L.U.**

Dictamen Jurídico y Propuesta de Reorganización



Dictamen Jurídico

Antonio Cuéllar Zurutuza

Asociado, Madrid

T: +34 663 492 132

antonio@cuellarzurutuza.com

Agradecemos a **Atlas Capital (FI)** (“**Atlas Capital**”) y a **Andalusía Harbors, S.L.** (“**Andalusia Harbors**”) la oportunidad que nos ha dado de presentar este dictamen jurídico para el asesoramiento a Atlas Capital en la posible adquisición y posterior fusión de la mercantil Estrella del Mar, S.A. (“**Estrella del Mar**”) y de sus concesiones administrativas para la gestión de los puertos de Bilbao, Santander, Ferrol y Casablanca.

Desde nuestras oficinas en Madrid, proponemos un equipo liderado por Antonio Cuéllar Zurutuza, quien ha estudiado la carrera de Derecho y el Máster de Acceso a la Abogacía y a la Procura con dedicación y esfuerzo, y estimamos que cuenta con los conocimientos para llegar a la correcta resolución de los problemas a los que se enfrentan.

Confirmamos que Cuéllar Zurutuza, S.L.P. (“**Cuéllar Zurutuza**”) no tiene conflictos de intereses que le impidan asesorar a Atlas Capital y a Andalusia Harbors en el presente asunto.

ANTECEDENTES DE HECHO

Recientemente, el fondo de inversión Atlas Capital adquirió Andalusia Harbors, una empresa que opera instalaciones portuarias en Andalucía a través de concesiones administrativas. Para desarrollar aún más esta línea de negocio, el fondo se ha puesto en contacto con Cuéllar Zurutuza con motivo de una posible adquisición de la sociedad Estrella del Mar, una compañía que históricamente se ha dedicado al transporte de mercancías y a la gestión portuaria en España y Marruecos (en la actualidad, en los puertos de Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca). Una vez finalizada la compraventa, Atlas Capital pretende llevar a cabo una fusión entre ambas para reunir las concesiones en un único grupo económico.

Este proceso plantea cuatro retos jurídicos y operativos que deben abordarse antes de proceder con la transacción: (i) la necesidad de consolidar las operaciones de gestión portuaria en la filial Estrella Gestión de Puertos, S.L.U.; (ii) la evaluación de las implicaciones en materia de competencia y la autorización de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (“**CNMC**”), dado el impacto de la operación en el mercado español; (iii) la existencia de un juicio en curso que podría influir en la valoración de la *target*; y (iv) la necesidad de analizar y negociar cláusulas de no competencia para proteger los intereses comerciales del grupo tras la integración.

ANÁLISIS DEL CASO

PROBLEMA NÚM. 1 → LA CONSOLIDACIÓN DE ESTRELLA GESTIÓN DE PUERTOS, S.L.U., LA TARGET.

La estructura del grupo empresarial de Estrella del Mar, S.A: es poco práctica para adquirir Estrella Gestión de Puertos, S.L.U. (“**Estrella Gestión de Puertos**”), siempre que las concesiones que a Atlas Capital interesan están desperdigadas en los distintos escalones de la estructura corporativa. Pretendemos realizar una propuesta de reorganización a efectos de que toda la actividad objeto de adquisición sea controlada por Estrella Gestión de Puertos.

Estructura societaria de Estrella del Mar, S.A. y definición de activos relevantes

Como punto de partida, estimamos oportuno referirnos a la estructura actual de Estrella del Mar, con el propósito de señalar aquellos aspectos que se pueden mejorar en términos organizativos y, posteriormente, para formular una propuesta de reorganización societaria que nos sirva para facilitar la redacción del contrato de compraventa objeto de nuestro dictamen.

A día de hoy, Estrella del Mar, titular de la concesión del puerto de Bilbao, ostenta el 100% de las participaciones de dos sociedades limitadas unipersonales diferentes: Estrella Gestión de Puertos, S.L.U. (“**Estrella Gestión de Puertos**”) y Estrella Mercancías, S.L.U. (“**Estrella Mercancías**”). La primera es titular de las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander,

y de activos ligados a la actividad en dichas plazas. La segunda ostenta el 100% de las participaciones de Estrella Marruecos, S.L.U (“**Estrella Marruecos**”), que es a su vez titular de la concesión del puerto de Casablanca y opera la ruta de transporte Bilbao-Casablanca.

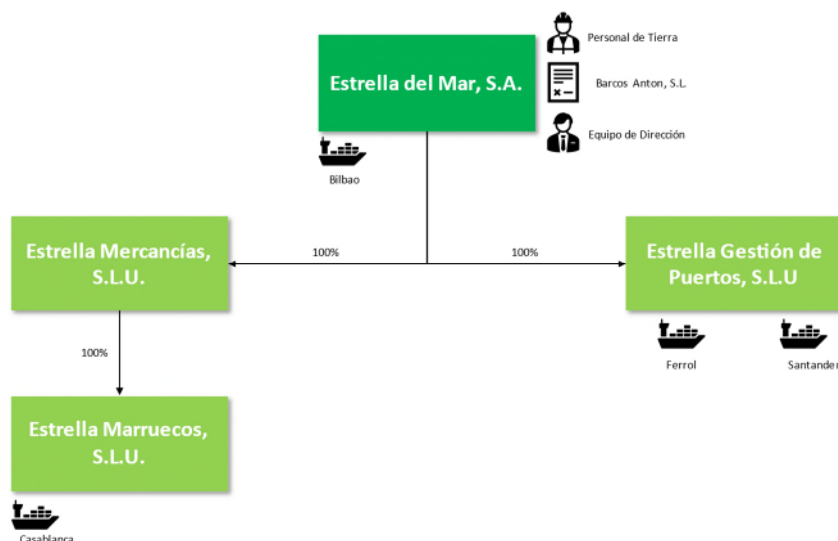


Figura 1: Estructura Societaria de Estrella del Mar, S.A.

Como puede observarse en la Figura 1, Estrella del Mar, S.A. es la sociedad matriz del grupo económico, y, como tal, es la titular principal de los siguientes activos:

Lista de Activos
La concesión del puerto de Bilbao
El personal de tierra que presta tareas de soporte a la actividad de estiba
El contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L. (i.e. la flota de remolcadores)
El equipo de dirección que presta soporte a la actividad de gestión portuaria y, algunos, a la de transporte de mercancías
El 100% de las participaciones de Estrella Gestión de Puertos (titular de las concesiones de Ferrol y Santander, y otros activos en esas plazas)
El 100% de las participaciones de Estrella Mercancías (a su vez titular del 100% de las participaciones de Estrella Marruecos, titular de la concesión de Casablanca y de los activos adscritos a la prestación de servicios en esa plaza)

Tabla 1: Lista de Activos de Estrella del Mar, S.A.

Ahora bien, a Atlas Capital interesa exclusivamente la adquisición del negocio de gestión portuaria de Estrella del Mar para su posterior integración en Andalusia Harbors. Con ese propósito, ha solicitado que desde Cuéllar Zurutuza se elabore una propuesta de

reorganización societaria para el grupo vendedor, de manera tal que la *target* –es decir, la sociedad objeto de compraventa– sea Estrella Gestión de Puertos. Esto implica que ésta deberá reunir todas las concesiones y elementos de las unidades económicas de Estrella del Mar que puedan ser transmisibles en un único grupo, para así constituir el objeto del *Share Sale and Purchase Agreement* (en adelante, el “SPA”).

Como **primer paso** consideramos apropiado realizar una selección de aquellos elementos que no son relevantes para la operación; es decir, aquellas unidades económicas de la empresa que por el objeto social de Andalusia Harbors en específico no interesa formen parte del SPA. Esto nos servirá para llevar a cabo un *carve-out* de dichos elementos, una reorganización, y, finalmente, una enajenación en bloque de Estrella Gestión de Puertos a la luz del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio (la “LME”)¹.

De conformidad con lo anterior, interesa dividir los activos mencionados entre aquellos que son relevantes para la fusión y, por tanto, coherentes con el negocio que busca desarrollar Atlas Capital, y aquellos que deben ser depurados por resultar irrelevantes:

SPA	Carve-out
La concesión del puerto de Bilbao	Miembros del equipo de dirección que dediquen su actividad al transporte de mercancías.
El personal de tierra que presta tareas de soporte a la actividad de estiba	Aquellos elementos de Estrella Marruecos dedicados al transporte de mercancías de Bilbao a Casablanca.
El contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L. (i.e. la flota de remolcadores)	-
El equipo de dirección que presta soporte a la actividad de gestión portuaria.	-
El 100% de las participaciones de Estrella Gestión de Puertos (titular de las concesiones de Ferrol y Santander, y otros activos en esas plazas)	-
El 100% de las participaciones de Estrella Mercancías (a su vez titular del 100% de las participaciones de Estrella Marruecos, titular de la concesión de Casablanca y de	-

¹ 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 (la “LME”) (CZ-001).

los activos adscritos a la prestación de servicios en esa plaza).	
-------------------------------------------------------------------	--

Tabla 2: Selección de Activos relevantes para el SPA

Una vez establecidos los elementos que deben ser objeto de *carve-out*, para facilitar la adquisición de Estrella Gestión de Puertos resulta procedente realizar una reorganización estructural de Estrella del Mar.

Reorganización Societaria de Estrella del Mar, S.A.

Como cuestión previa a la mencionada modificación estructural, es menester aludir a la problemática que para este supuesto plantea la transmisión de una concesión administrativa. Aunque normalmente los contratos de concesión incluyen cláusulas de “cambio de control”, las cuales implican que ante un cambio no consentido en la titularidad de la concesión produce su caducidad, el legislador ha contemplado dos alternativas de transmisión para el tema de la gestión portuaria.

De conformidad con lo establecido por los apartados 2, 3 y 4 del Artículo 92 del Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante (la “**Ley de Puertos**”)², las concesiones portuarias son generalmente transmisibles, previo consentimiento de la autoridad concedente, tal y como se transcribe a continuación:

“2. Previa autorización (...), las concesiones podrán transmitirse por actos inter vivos, subrogándose el nuevo titular en los derechos y obligaciones derivados de la concesión. La Autoridad Portuaria podrá ejercer los derechos de tanteo y retracto en el plazo de tres meses. (...)”

3. Para que la Autoridad Portuaria autorice la transmisión de una concesión se deberán cumplir (...) las siguientes condiciones:

- a) Que el concesionario se encuentre al corriente en el cumplimiento de todas las obligaciones derivadas de la concesión.*
- b) Que el nuevo titular reúna los requisitos exigidos para el ejercicio de la actividad o prestación del servicio objeto de la concesión.*
- c) Que, desde su fecha de otorgamiento, haya transcurrido, al menos, un plazo de dos años. (...)”*

² Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante (la “**Ley de Puertos**”) (CZ-002), Art. 92. Ver también Orden FOM/938/2008, de 27 de marzo, que aprueba el pliego de condiciones generales para el otorgamiento de concesiones en el dominio público portuario estatal (CZ-003), Regla 30.

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

(...)

4. La enajenación de las acciones, participaciones o cuotas de una sociedad, comunidad de bienes u otros entes sin personalidad jurídica que tengan como actividad principal la explotación de la concesión, exigirá la autorización de la Autoridad Portuaria siempre que pueda suponer que el adquirente obtenga una posición que le permita influir de manera efectiva en la gestión o control de dicha sociedad o comunidad”.

El legislador ha sido claro al delimitar los supuestos en los que se puede transmitir una concesión administrativa portuaria: o se transmite como activo, por medio de un contrato *inter vivos*, y cumpliendo una serie de requisitos tasados; o indirectamente, como producto de un cambio de control en la sociedad tenedora de la concesión. Por tanto, nos encontramos ante dos alternativas distintas para reorganizar de Estrella del Mar y sus concesiones:

- *Primero*, de conformidad con el apartado 2 del Artículo 92 de la Ley de Puertos, previa autorización de las autoridades portuarias competentes, podríamos realizar una propuesta en la que las concesiones se transmitieran entre sociedades intra-grupo como activos por medio de ciertos contratos mediante la tradición³. En este caso, existiría cierto riesgo de que la Autoridad Portuaria de cualquiera de los cuatro puertos ejerza su derecho de tanteo o retracto, y habría que asegurarse de que las sociedades del grupo y en su caso Andalusia Harbors, una vez consumada la compraventa, cumplen estrictamente con cada una de las condiciones establecidas en el apartado tres del mismo artículo.
- *Segundo*, a la luz del apartado 4 del Artículo 92, con el consentimiento previo de la autoridad competente, podría articularse la transmisión mediante un traspaso de las acciones o participaciones de las sociedades titulares de la concesión a otra sociedad adquirente, i.e. Estrella Gestión de Puertos y, posteriormente, Andalusia Harbors. Esto supone una ventaja en la medida en que no implica una transmisión de las concesiones, en sentido estricto, sino un cambio de control, sujeto a la autorización previa por parte de la Autoridad Portuaria, según lo que se desprende de la finalidad del Artículo 92.4 de la Ley de Puertos en relación con el Artículo 42.1 del Código de Comercio⁴.

³ Vid. Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (“CC”) (CZ-004), Art. 609.

⁴ Vid. Ley de Puertos (CZ-002), Art. 92.4; Uría Menéndez, *Guía sobre Legislación Portuaria*, de 31 de julio de 2012 (CZ-005), pp. 54-56.

Tomando ambas formas de transmisión en consideración, como **segundo paso**, debemos ahora referirnos a las etapas a cumplir para llevar a cabo una reorganización societaria de Estrella del Mar. Hemos pensado en las siguientes:

I. Aportación no dineraria de Estrella del Mar a Estrella Gestión de Puertos

Una vez realizada la selección de elementos relevantes para el SPA en la Tabla 2, Estrella del Mar debe transmitir estos elementos a Estrella Gestión de Puertos. En concreto, se trataría de realizar una aportación no dineraria en favor de la filial a cambio de un aumento del capital social de ésta por el valor correspondiente, y de una contraprestación de participaciones en favor de la primera.

En el caso de la concesión del puerto de Bilbao

Este traspaso sería factible a la luz de lo establecido por la Ley de Puertos, que permite la libre transmisión de las concesiones –previa autorización de la autoridad competente–, y los Artículos 63, 69, 73, y 300 de la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”)⁵. La aportación no dineraria evidentemente implicaría un aumento del capital social de Estrella Gestión de Puertos de acuerdo con lo que dispone el citado Art. 63.

Esto coincide con lo establecido por la Resolución de 22 de julio de 2016, de la Dirección General de los Registros y del Notariado (“DGRN”), que cita al Tribunal Supremo al afirmar que *“la aportación no dineraria de rama de actividad se diferencia de la fusión en tener por fin no una concentración, sino una disgregación de fuerzas económicas, útil para la creación de sociedades filiales; de la fusión de la escisión total, en que la sociedad aportante no se extingue; y de las tres operaciones en que no son sus socios, sino ella misma, la que recibe en contraprestación las acciones o participaciones de la beneficiaria, con lo que produce en su patrimonio una subrogación real (vid. Sentencias de 12 de enero y 3 de marzo de 2006)”*⁶.

En el caso del contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L.

Siempre que la posición de los socios en Estrella del Mar en su calidad de aportante pudiera quedar comprometida en caso de que el contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L. se considerara tuviera carácter de activo esencial⁷, por ser los buques indispensables para la prestación de servicios de gestión, entonces será necesario recabar el acuerdo de la junta correspondiente conforme al Art. 160.f) de la LSC –con los trámites y procedimientos expresados en la misma Ley⁸.

Por otro lado, también cabe la posibilidad de que el volumen y características de la aportación de Barcos Antón, S.L., en conjunto con la concesión de Bilbao y el equipo

⁵ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”) (CZ-006), Arts. 63, 69, 73, 300.

⁶ Resolución de 22 de julio de 2016, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto contra la negativa de la registradora mercantil y de bienes muebles de Jaén a inscribir una escritura de aumento de capital de una sociedad de responsabilidad limitada (CZ-007), FD 2º (citando a la Sentencias del Tribunal Supremo de 12 de enero y 3 de marzo de 2006).

⁷ Vid. Resolución de 22 de julio de 2016, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto contra la negativa de la registradora mercantil y de bienes muebles de Jaén a inscribir una escritura de aumento de capital de una sociedad de responsabilidad limitada (CZ-007).

⁸ LSC (CZ-006), Art. 161.f).

de dirección, suponga una alteración sustancial del patrimonio de Estrella del Mar⁹, lo cual también podría considerarse una modificación estructural patrimonial. En tal caso, es imprescindible ceñirse a los procedimientos previstos por la LME con respecto a la *segregación*; es decir, el traspaso en bloque por sucesión universal de una parte del patrimonio de la sociedad aportante, la cual forma una unidad económica, a otra, a cambio de participaciones de la sociedad beneficiaria¹⁰.

En el caso de los trabajadores dedicados a la gestión portuaria

En consonancia con la Resolución de 22 de julio de 2016 de la DGRN¹¹, la posición de los trabajadores queda suficientemente garantizada con la aplicación de lo dispuesto por el Art. 44 del 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 (“**ET**”), que impone en todos los supuestos de cambios de titularidad de la empresa, la subrogación del nuevo titular en los derechos y obligaciones del anterior, con el deber de notificar a los representantes de los trabajadores el cambio previsto, la fecha en que será llevado a cabo, los motivos y las consecuencias jurídicas, económicas y sociales de dicha transmisión para los trabajadores¹².

II. Escisión parcial de Estrella Marruecos, S.L.U.

En la medida en que Estrella Marruecos debe ser la empresa titular de la concesión del puerto de Casablanca por razones políticas, no puede haber un traspaso de la concesión como en el caso anterior. Más bien, en relación con el segundo supuesto de transmisión que vimos *supra*, Estrella Marruecos debe escindirse parcialmente, de manera que el negocio se parta en dos entidades participadas al 100% por Estrella Mercancías: una parte que se dedique a la gestión de puertos, y otra que se dedique al transporte de mercancías. En este caso, la titularidad de la concesión sigue siendo de Estrella Marruecos, por lo que no es necesaria la autorización administrativa que sí requiere el supuesto anterior.

Así, de conformidad con el Artículo 60 de la LME, se articularía un traspaso en bloque por sucesión universal del patrimonio relativo al transporte de mercancías a una sociedad de nueva creación, de tal manera que Estrella Mercancías sea titular de ambas al 100% y que Estrella Marruecos pueda ostentar la titularidad de aquellos elementos relativos a la gestión portuaria, lo cual incluye, entre otras cosas, la concesión del puerto de Casablanca¹³.

⁹ Vid. Resolución de 22 de julio de 2016, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto contra la negativa de la registradora mercantil y de bienes muebles de Jaén a inscribir una escritura de aumento de capital de una sociedad de responsabilidad limitada (**CZ-007**).

¹⁰ LME (**CZ-001**), Art. 61.

¹¹ Vid. Resolución de 22 de julio de 2016, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto contra la negativa de la registradora mercantil y de bienes muebles de Jaén a inscribir una escritura de aumento de capital de una sociedad de responsabilidad limitada (**CZ-007**).

¹² 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 (“**ET**”) (**CZ-008**), Art. 44.

¹³ LME (**CZ-001**), Art. 60.

III. Aportación de empresa de Estrella del Mar a Estrella Gestión de Puertos

Finalmente, para reunir todos los elementos en la *target*, haría falta llevar a cabo una segunda aportación no dineraria, pero de carácter especial, por cuanto la aportación no consiste en la transmisión de activos de Estrella Marruecos, sino de la totalidad de sus participaciones, las cuales son titularidad al 100% de Estrella Mercancías.

Para ello, de conformidad con la citada Resolución de 22 de julio de 2016 de la DGRN¹⁴, y también al amparo del Art. 66 de la LSC, Estrella del Mar deberá hacer una aportación de empresa en favor de Estrella Gestión de Puertos, de tal manera que todas las participaciones de Estrella Marruecos acaben siendo titularidad de Estrella Gestión de Puertos a cambio de un incremento en su capital social. Se haría un traspaso en bloque por sucesión universal de la empresa en su totalidad, en donde la aportante, Estrella del Mar, quedaría obligada al saneamiento de su conjunto¹⁵.

Estrella Gestión de Puertos se convertiría en titular del 100% de las participaciones de Estrella Marruecos, de tal manera que reuniría en un único grupo económico las cuatro concesiones (tomando en cuenta que la de Bilbao le fue transmitida con anterioridad), y todos los activos dedicados a la actividad de gestión portuaria.

Efectivamente, las modificaciones estructurales descritas anteriormente, permitirían que la *target* pudiera ostentar la titularidad de todas las concesiones, sea de manera directa o indirecta, y sin realizar ningún tipo de ventas intra-grupo –y cumplir así con la reorganización encomendada por Atlas Capital.

No obstante, somos conscientes de que tanto la figura de la aportación de una unidad económica a otra sociedad mediante aumento del capital social de ésta (en el caso de Estrella del Mar), como la aportación de empresa en su totalidad con el mismo aumento de capital social (en el caso de Estrella Marruecos), pueden tener implicaciones fiscales trascendentes al amparo del Art. 87 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades¹⁶, así como dar lugar a participaciones cruzadas.

Para resolver este problema, es menester utilizar los mecanismos que para estos efectos prevé el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General Contable para las aportaciones de la cuenta 118¹⁷. Estas son elementos patrimoniales entregados por los socios, que no constituyen contraprestación por la entrega de bienes o prestación de servicios por la empresa, ni tengan la naturaleza de pasivo.

El punto a favor es la cuenta 118 recoge una determinada clase de aportación de fondos propios a las sociedades, de tal manera que, al formar parte de los fondos propios, las

¹⁴ Vid. Resolución de 22 de julio de 2016, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto contra la negativa de la registradora mercantil y de bienes muebles de Jaén a inscribir una escritura de aumento de capital de una sociedad de responsabilidad limitada (**CZ-007**).

¹⁵ LSC (**CZ-006**), Art. 66.

¹⁶ Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (**CZ-009**), Art. 87.

¹⁷ Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General Contable (**CZ-010**).

aportaciones no constituyen ingresos a nivel contable, sino que forman parte del balance de la sociedad¹⁸.

Tomando esto en cuenta, la estructura societaria ideal para la redacción del SPA, sería la que hemos diseñado en el siguiente esquema, en donde lo que constituiría la *target* sería lo que está resaltado en color amarillo:

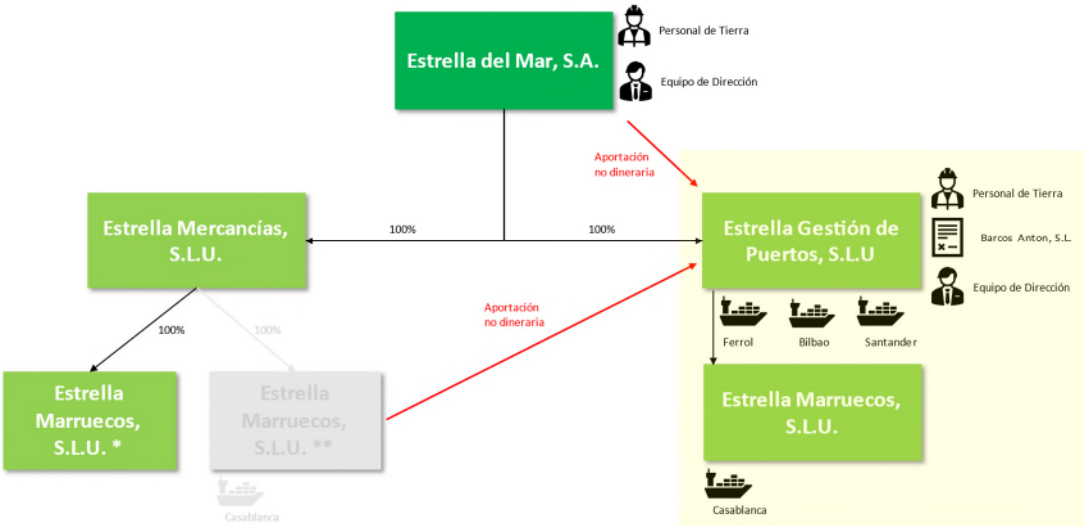


Figura 2: Estructura Societaria de Estrella Gestión de Puertos, S.L.U. para el SPA

Son estas algunas de las conclusiones a las que ha llegado el despacho de Cuéllar Zurutuza con respecto al primer problema que puede identificarse en los antecedentes de hecho aportados por Atlas Capital y Andalusia Harbors.

¹⁸ Vidal Vela, David (2021). *Derecho de Sociedades. Opinión Legal*. Editorial Wolters Kluwer, LA LEY Mercantil nº 80, mayo 2021 (CZ-011).

PROBLEMA NÚM. 2 → LA RESOLUCIÓN DE PROBLEMAS CONTINGENTES EN MATERIA DE COMPETENCIA Y DE SEGUROS.

En diciembre de 2023, la CNMC abrió un expediente contra Estrella del Mar por haberse reunido su jefe de división con homólogos de otras cuatro compañías, para repartirse en qué subastas concurrir y así lograr maximizar retornos económicos con respecto a la concesión de Santander.

Asimismo, durante la fase de *due diligence*, se descubrió la existencia de un procedimiento judicial de reclamación por 36.000 €, iniciado a instancia de Generali Seguros, S.A. (“**Generali**”) por supuestos daños sufridos en una plataforma elevadora propiedad de su asegurado, ocasionados durante la realización de los trabajos de estiba llevados a cabo por una grúa propiedad de Estrella del Mar en Bilbao.

A. Apertura del Expediente de diciembre 2023 de la CNMC

Fundamentos de Derecho sobre el Expediente de la CNMC

Partimos de la base de que todo lo que se ha establecido en los Arts. 101 y 102 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (el “**TFUE**”), cuya aplicación se ha desarrollado en el Reglamento (CE) núm. 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los artículos 81 y 82 del Tratado¹⁹, ha sido plenamente transpuesto e incluido en el ordenamiento jurídico español, específicamente a través de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (“**LDC**”) y del Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia (“**RDC**”) ²⁰.

En consonancia con ello, la LDC prohíbe todo acuerdo, decisión o recomendación colectiva, o práctica concertada o conscientemente paralela, que tenga por objeto o pueda provocar **impedir, restringir o falsear la competencia en el mercado nacional**²¹. Prohíbe la fijación de precios o de otras condiciones comerciales o de servicios, y exige la nulidad de pleno derecho de aquellos acuerdos, decisiones y recomendaciones que, estando prohibidos, no estén exentos por la ley²². En caso de infracción, la LDC prevé la posible incoación de un expediente sancionador en materia de conductas prohibidas²³.

Dicho procedimiento puede ser iniciado por denuncia, de oficio por la Dirección de Competencia, o a instancia del Consejo de la CNMC, al existir indicios racionales de la

¹⁹ Reglamento (CE) núm. 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los artículos 81 y 82 del Tratado (**CZ-012**); *ver también* Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (“**TFUE**”) (**CZ-013**), arts. 101 y 102.

²⁰ Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (“**LDC**”) (**CZ-014**), Preámbulo; *ver también* Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia (“**RDC**”) (**CZ-015**).

²¹ LDC (**CZ-014**), Art. 1.

²² LDC (**CZ-014**), Arts. 1.1.a) y 1.2.

²³ LDC (**CZ-014**), Título IV, Capítulo II.

existencia de conductas prohibidas, y con la finalidad de esclarecer los hechos y determinar las responsabilidades correspondientes²⁴. Además, la CNMC tiene personalidad jurídica propia, plena capacidad pública y privada, y actúa, desde Madrid, con autonomía orgánica y funcional y plena independencia de la Administración y de los intereses del mercado²⁵. Esto le permite supervisar y controlar los mercados a través de la aplicación de la LDC y sus sanciones, sin la necesidad de ratificación por ningún órgano administrativo jerárquicamente superior²⁶.

En el caso de Cantabria, en la medida en que la Comunidad Autónoma no cuenta con un órgano de defensa de la competencia específico, siempre que por eficiencia y ahorro para el erario público decidieron concentrar dicha actividad en la CNMC²⁷, en ejercicio de lo establecido en el Artículo 24.13 del Estatuto de Autonomía para Cantabria²⁸, corresponde a la CNMC incoar aquel expediente sancionador para garantizar, preservar y promover el correcto funcionamiento, transparencia y existencia de una competencia efectiva en los mercados y sectores productivos del territorio cántabro, y de toda España²⁹.

El expediente sancionador iniciado de por la CNMC se formaliza una vez existe una identificación de los presuntos responsables; una relación de hechos que motivan la incoación; el instructor o instructores, en su caso; y la identificación de las personas que ostenten la condición de interesados, en caso de denuncias³⁰. Una vez iniciado, el procedimiento se hace público en la web de la CNMC, y su instrucción tiene un plazo de duración de doce meses desde la fecha del acuerdo de incoación³¹. En ella, la CNMC, y los interesados cuya participación esté permitida, pueden realizar cuantas actuaciones sean necesarias para esclarecer los hechos y determinar responsabilidades³².

Una vez terminada la fase de instrucción, se elabora una propuesta de resolución en donde se detallan los antecedentes del expediente, los hechos acreditados, sus autores, la calificación jurídica que merezcan, y, con base en ésta, se dicta una resolución en la que se declara la existencia de infracción y los efectos producidos en el mercado, así como la responsabilidad que corresponda a sus autores y las circunstancias agravantes concurrentes³³. Dicha resolución puede contener, entre otras cosas, una orden vinculante

²⁴ LDC (**CZ-014**), Arts. 49.1 y 50.1.

²⁵ Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia ("**Ley 3/2013**") (**CZ-016**), Art. 2.

²⁶ Ley 3/2013 (**CZ-016**), Art. 5.1.a) y c); *ver también* LDC (**CZ-014**), Art. 3.

²⁷ Resolución de 23 de diciembre de 2022, de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, por la que se publica el Convenio de colaboración con la Comunidad Autónoma de Cantabria (**CZ-026**), Expositivo núm. 6 (en el que indica que la CNMC y la Comunidad Autónoma de Cantabria "*consideran que, por motivos de eficacia, eficiencia y ahorro para el erario público, en la actual situación resulta conveniente para el Gobierno de Cantabria la concentración de [la aplicación de la normativa de defensa de la competencia] en la CNMC*").

²⁸ Ley Orgánica 8/1981, de 30 de diciembre, de Estatuto de Autonomía para Cantabria (**CZ-017**), Art. 24.13.

²⁹ Ley 3/2013 (**CZ-016**), Art. 1.

³⁰ Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia ("**RDC**") (**CZ-015**), Arts. 25.1 y 28.1.

³¹ RDC (**CZ-015**), Art. 28.

³² RDC (**CZ-015**), Art. 32.

³³ LDC (**CZ-014**), Arts. 51 y 53; RDC, Arts. 34 y 38.

para cesar las conductas prohibidas en un plazo determinado, la imposición de condiciones y obligaciones determinadas, y/o la imposición de cuantiosas multas³⁴.

De acuerdo con lo dispuesto en la LDC, son sujetos infractores las personas físicas o jurídicas (o sus administradores) que realicen acciones u omisiones tipificadas en la misma ley³⁵; y son infracciones muy graves aquellas que consistan en el desarrollo de conductas tipificadas en el Artículo 1 de la LDC y en el Artículo 101 del TFUE, o sea, precisamente aquellas entre las cuales se encuentra la fijación de precios o de otras condiciones comerciales o de servicios.

De conformidad con ello, la Ley prevé las siguientes consecuencias, las cuales no son mutuamente excluyentes y pueden elevar el impacto en la empresa sancionada:

- El Consejo de la CNMC puede imponer a la persona o empresa que infrinja lo dispuesto en el Art. 1 de la LDC:
 - una multa de hasta el **10% del volumen de negocios** total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior a la imposición de la sanción, el cual se determina tomando en cuenta el volumen de negocios total mundial de todos los miembros de una agrupación empresarial; o
 - en caso de no poder delimitar dicho volumen, una **multa de más de EUR 10 millones**, sin perjuicio de que al tratarse de una persona jurídica, se podrá imponer una **multa de EUR 60.000** a cada uno de sus representantes legales o a las personas que integran los órganos directivos que hayan intervenido en la conducta³⁶.
- Además de la responsabilidad administrativa derivada de la LDC, la concertación entre sí de aquellos que pretenden tomar parte en un concurso o subasta público con la finalidad de alterar el precio del remate correspondiente, según reza el Artículo 262 del Código Penal (“**CP**”), pueden llegar a enfrentarse a una **pena de prisión de uno a tres años y multa de 12 a 24 meses**; a no ser que se entienda que la concertación consiste en una alteración de los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia de productos, servicios, o cualesquiera otras cosas que sean objeto de contratación, en cuyo caso la **pena de prisión sería de seis meses a seis años, con una multa de dos a cinco años**, dependiendo del daño a los consumidores³⁷.
- No obstante, la imputación de un delito bajo el Artículo 262 del CP tiene escasa aplicación en la práctica, pero es habitual que este tipo de conductas vengan acompañadas de la comisión de otros delitos. En particular, nos referimos a los delitos de cohecho; de falsificación de documentos públicos y privados, y de la falsificación de certificados; de tráfico de influencias; y a todos aquellos delitos que contempla el Artículo 31 bis con respecto a la responsabilidad penal de la persona jurídica para los

³⁴ LDC (**CZ-014**), Art. 53; RDC, Art. 38.

³⁵ LDC (**CZ-014**), Art. 61.

³⁶ LDC (**CZ-014**), Arts. 62 y 63.

³⁷ Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal (“**CP**”) (**CZ-018**), Arts. 262 y 284.

casos en los que pudiera carecer de un modelo de *compliance*³⁸. Las consecuencias de la comisión de cualquiera de estos delitos no sólo conllevan **cuantiosas penas de prisión y multas**, sino también un **daño reputacional inmensurable**.

- Independientemente de lo anterior, existe una consecuencia adicional que a Atlas Capital interesa más que ninguna: la **prohibición de contratar** con la Administración derivada de condenas penales y/o sanciones administrativas en materia de competencia. A estos efectos, conviene transcribir literalmente los términos del Artículo 71 de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público (“**LCSP**”)³⁹:

“1. No podrán contratar con las entidades del artículo 3 de la presente Ley (...) las personas en quienes concurra alguna de las siguientes circunstancias:

a) Haber sido condenadas mediante sentencia firme por delitos de (...) corrupción en los negocios, tráfico de influencias, cohecho, fraudes, delitos contra la Hacienda Pública.

La prohibición de contratar alcanzará a las personas jurídicas que sean declaradas penalmente responsables (...).

*b) Haber sido sancionadas con carácter firme por infracción grave en materia (...) de disciplina de mercado, de falseamiento de la competencia...”.*⁴⁰

Tomando esto en cuenta, debemos entender que la sanción a la que se está enfrentando Estrella del Mar es gravísima, por cuanto puede dejar al negocio objeto de la compraventa sin uno de sus cuatro activos más importantes: el contrato de concesión de Santander, sin el cual el valor de la sociedad no debe entenderse completo.

Por todo lo expuesto hasta ahora, la apertura de un expediente de la CNMC en diciembre de 2023, en donde existe un sujeto identificado inmerso en una serie de hechos ya determinados y ampliamente conocidos por el sector, implica la existencia de un procedimiento de instrucción que, en principio, durará hasta diciembre de 2024⁴¹. Hasta entonces, hay todavía tiempo para que la CNMC practique pruebas o solicite medidas cautelares que, eventualmente, pueden agravar la situación, así como para que existan interesados que aporten hechos que aún ni siquiera tenemos contemplados.

Por tanto, el hecho de que el jefe de división de Estrella del Mar se haya reunido con sus homólogos para repartir en qué subastas concurrir y así maximizar retornos económicos, en tanto actividad tipificada en la LDC y el TFUE, supone un gravísimo riesgo para los intereses de Atlas Capital como comprador. Todo lo cual es tanto más perjudicial para la operación,

³⁸ CP (**CZ-018**), Arts. 262, 424, 390-399, 429, 31 bis.

³⁹ 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 (“**LCSP**”) (**CZ-019**).

⁴⁰ LCSP (**CZ-019**), Art. 71.a) y b).

⁴¹ RDC (**CZ-015**), Arts. 25.1, 28.1 y 28.4.

cuanto que eventualmente Estrella del Mar podría ser sujeta a una sanción de hasta el 10% de su volumen de negocios a nivel mundial (o de más de EUR 10 millones) y a una pérdida de la concesión de Bilbao; independientemente de las multas y penas de prisión correspondientes para la persona física o jurídica según lo que establece el CP.

Los hechos son altamente graves para los intereses económicos y la reputación de cualesquiera sujetos involucrados en la operación de adquisición y fusión, y, tomando esto en cuenta, procedemos a explicar los mecanismos que consideramos oportuno incorporar en el SPA para blindarlo de los potenciales riesgos que plantea esta situación.

Mecanismos de Protección y Mitigantes de Riesgo para el SPA

Ante la incertidumbre que para el comprador supone el hecho de que exista un plazo de instrucción vigente relativo a la investigación de actos contrarios a lo establecido en la normativa europea de competencia y, concretamente, a la LDC, y siempre que se puedan llegar a identificar contingencias adicionales durante la fase de *due diligence*, hemos determinado oportuno incorporar algunos mecanismos al SPA para repartir los riesgos a los que se enfrenta Atlas Capital en su adquisición de Estrella del Mar.

Esto resulta pertinente por ser la situación objeto de nuestro estudio un proceso bilateral de adquisición en donde el único comprador que participa es Atlas Capital. Bajo esta premisa, parece lógico entonces que sea el comprador el que se encargue de la redacción del SPA, el cual será remitido con posterioridad al vendedor para negociar y determinar un precio y un calendario correspondiente. Procedemos, pues, a explicar algunas de las consideraciones que hemos formulado con respecto al expediente de la CNMC de cara a blindar el SPA de las posibles consecuencias que de ello pudieran derivar.

I. Con relación al procedimiento de instrucción del expediente sancionador

Como indicamos anteriormente, la fase de instrucción del expediente sancionador de la CNMC está en vigor, y durará por lo menos hasta diciembre de 2024. En esa fecha, se sabrá si el procedimiento dará lugar a una multa que se corresponda con la gravedad de los actos del jefe de división de la *target* o si, más bien, caducó el proceso sin que haya habido ninguna consecuencia al respecto.

Con base en la trascendencia del asunto por el cual se incoó dicho expediente, y siempre que los hechos pueden llegar a ser constitutivos de numerosos delitos, consideramos que el *signing* y el *closing* de la operación no pueden ocurrir en la misma fecha. El riesgo reputacional y económico que correría Atlas Capital sería demasiado grande.

Por ello, recomendamos pactar una consumación diferida con Estrella del Mar, de forma que el contrato quedará sujeto a una condición suspensiva relativa a los resultados de la instrucción del expediente, y a los descubrimientos que se hagan durante la fase de *due diligence*. Evidentemente, este pacto vendrá acompañado de una *long stop date*, transcurrida la cual el contrato quedará resuelto y las partes libres de responsabilidad.

Con esto en mente, desde Cuéllar Zurutuza proponemos incorporar la siguiente cláusula:

Cláusula X. Consumación Diferida⁴²

Las Partes acuerdan que la transferencia de las acciones objeto de este Contrato y el pago del Precio de Compra se completarán en una fecha posterior a la Fecha de Firma (“Fecha de Consumación”), siempre y cuando se hayan cumplido todas las condiciones especificadas en la Cláusula [●].

Sin perjuicio de lo anterior, si la Fecha de Consumación no ha tenido lugar antes del [●] (la “Long Stop Date”), cualquiera de las Partes tendrá derecho a resolver este Contrato mediante notificación escrita a la otra Parte, sin penalización alguna y sin perjuicio de cualquier derecho de resarcimiento que corresponda en virtud de este Contrato.

Entendemos que las Partes pueden negociar posteriormente para determinar si la compraventa ha de consumarse sin haber verificado íntegramente el cumplimiento de las condiciones (e.g. un ajuste en el precio o el pago de una indemnización) o, por lo contrario, optar por la resolución del contrato.

II. Con relación a la posible multa del 10% de volumen del negocio

Ante la posibilidad inminente de que a Estrella del Mar se le impute una multa de al menos el 10% del volumen de sus negocios a nivel mundial (o de EUR 10 millones), consideramos que la mejor manera de evitar un riesgo innecesario a la hora de consumir la compraventa es mediante el establecimiento de un precio diferido en tres tramos y de una *condition precedent* que sujete el pago de uno de estos tramos a la inexistencia de la multa.

Asimismo, hemos determinado que sería apropiado, como muestra de la buena fe del Atlas Capital, constituir una *Escrow Account*, en donde se deposite la parte de los fondos destinados a los pagos diferidos, que se liberarán únicamente si las condiciones pactadas se cumplen; y proporcionar a Estrella del Mar una *Comfort Letter* en la que Atlas Capital asegure su disposición y capacidad financiera para cumplir con dichos pagos.

Hemos decidido articular esto a través de una *condition precedent* por la alta probabilidad de que se multe a Estrella del Mar. De lo contrario, habríamos propuesto pactar una *indemnity* en la que el precio correspondiente sería repetido a Atlas Capital en caso de que la multa sí se consumara. La razón por la cual no aconsejamos hacerlo, es porque hay un desplazamiento del precio que, en principio, no queremos que salga del bolsillo de Atlas Capital por el riesgo inminente que representa la situación.

Cláusula Y. Precio Diferido y Constitución de Escrow Account

Las Partes acuerdan que el Precio de Compra será abonado en tres tramos diferentes, sujetos a las condiciones descritas a continuación, y se depositará en una cuenta escrow (“Escrow Account”) administrada por un agente de garantía independiente (“Agente Escrow”), seleccionado de mutuo acuerdo entre las Partes.

⁴² Las definiciones que se utilicen en esta cláusula serán utilizadas en todos los ejemplos incluidos en el presente dictamen.

- i. *Primer Tramo (Pago Fijo): en la Fecha de Consumación, el Comprador abonará al Vendedor un primer pago fijo equivalente al 40% del precio total del Precio de Compra, que será liberado automáticamente de la Escrow Account sin condiciones adicionales.*
- ii. *Segundo Tramo (Relativo a la Multa): el segundo tramo, equivalente a 30% del precio total del Precio de Compra, será depositado en la Escrow Account y quedará sujeto a la inexistencia de una multa impuesta a Estrella del Mar por la CNMC que supere el 10% de su volumen de negocios global o EUR 10 millones. Este tramo será liberado al Vendedor en un plazo de 12 meses desde la Fecha de Consumación, siempre que no se imponga tal multa. En caso contrario, el Comprador podrá instruir al Agente Escrow para retener o ajustar el pago de este tramo según se acuerde entre las Partes.*
- iii. *Tercer Tramo (Relativo a la Viabilidad Comercial): el pago del tercer tramo, equivalente al saldo restante del Precio de Compra, será liberado únicamente si la empresa adquirida demuestra viabilidad comercial sostenible en el plazo de 24 meses desde la Fecha de Consumación, según lo determinen las Partes o un auditor designado de común acuerdo por éstas. La viabilidad comercial se evaluará con base en el EBITDA y los flujos de caja. En caso de que la empresa no alcance los indicadores de viabilidad establecidos, el Comprador podrá instruir al Agente Escrow para retener este tramo hasta que se cumplan dichas condiciones o para cancelar el pago de manera proporcional.*

El Agente Escrow será responsable de administrar los fondos depositados conforme a los términos de esta Cláusula, incluyendo la liberación de los tramos conforme a las instrucciones del Comprador y sujeto a la verificación de las condiciones descritas.

Las Partes deberán notificar inmediatamente al Agente Escrow y a la otra Partes sobre cualquier cambio relevante que afecte las condiciones del pago del segundo y tercer tramo.

Esta cláusula establece las condiciones para cada tramo de pago y el rol de la Escrow Account en el desarrollo del negocio adquirido durante los dos años siguientes. Establece un alto estándar de protección para ambas partes en caso de que surjan contingencias del expediente sancionador, y dota de flexibilidad al proceso de compraventa.

III. Con respecto al reparto de riesgos y responsabilidad

a. Cláusula de exclusión de las disposiciones del Código Civil y del Código de Comercio.

En la medida en que a la presente compraventa le será aplicable la legislación común española, será preciso pactar una exclusión de las disposiciones aplicables a la responsabilidad de las partes en una compraventa encontradas en el Código Civil y el Código de Comercio. Esto, con la finalidad de delimitar los mecanismos existentes y sus defectos para la repartición de riesgos, y de esta manera reflejar en el SPA la intención de las partes de cara al riesgo que cada una quiere asumir.

En particular, buscamos diseñar un plano de distribución de riesgos pormenorizado a partir de los mecanismos que a continuación expresaremos, y que se utilizarán en defecto de todos los derechos y acciones disponibles para un comprador en caso de evicción y/o vicios ocultos. Se acordará que los únicos remedios para el comprador sean exclusivamente los previstos en el contrato.

Cláusula Z. Exclusión de Responsabilidad y Distribución de Riesgos

Las Partes acuerdan expresamente excluir la aplicación de las disposiciones relativas a la responsabilidad derivada de la compraventa contenidas en el Código Civil y el Código de Comercio, sobre todo en lo que respecta a los derechos y acciones disponibles para el Comprador en caso de evicción y/o vicios ocultos.

El presente Contrato constituye un esquema de distribución de riesgos detallado, el cual se define y regula a través de los mecanismos previstos exclusivamente en esta Sección. En este sentido, las Partes convienen que los remedios a disposición del Comprador y del Vendedor se limitarán exclusivamente a aquellos expresamente previstos en este Contrato, y renuncian a cualquier otro derecho, acción o remedio que pudiera corresponderles en virtud de la normativa aplicable.

b. Sección de Representations and Warranties.

Nos interesa que el grupo vendedor manifieste y garantice que el único procedimiento en el que se encuentra encausado es el de la CNMC (y el de Generali, según explicaremos abajo), y no otros; y también que las razones por las que se ha iniciado sean exclusivamente los actos llevados a cabo por el director de división, y no otro. Esto se articularía por medio de una manifestación en el contrato en la que Estrella del Mar acuerde que no hay ningún otro acto que amerite una sanción en materia de competencia que no sea la repartición de las subastas en que concurrir para maximizar retornos económicos en Santander por parte de su jefe de división.

En caso de incumplir, Atlas Capital podría exigir al vendedor responsabilidad, que se concretaría en la obligación de satisfacer un importe indemnizatorio, que no sólo haría responsable a Estrella del Mar, sino también a sus dueños. De esta forma, aseguraríamos que el marco conceptual de asunción de riesgos refleja de modo expreso la cobertura que Atlas Capital amerita respecto de dicho expediente.

Tomando esto en cuenta, proponemos incluir las siguientes manifestaciones y garantías dentro de la sección correspondiente en el SPA:

Cláusula C. Manifestaciones y Garantías

[•] Manifestaciones y Garantías del Vendedor

1.1. Expediente Sancionador de la CNMC

*El Vendedor declara y garantiza que el único procedimiento administrativo sancionador en el que se encuentra incurso la mercantil **Estrella del Mar, S.A.**, es el relativo a la investigación de la*

Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) en materia de actividades colusorias.

1.2. Causas del Procedimiento

El Vendedor manifiesta y garantiza que dicho procedimiento ha sido iniciado exclusivamente en relación con los actos llevados a cabo por el director de división de la Empresa, y no por ningún otro empleado, representante o directivo.

1.3. Ausencia de otros Procedimientos

El Vendedor garantiza que no existen otros actos realizados por la Empresa o cualquier miembro de su organización que puedan dar lugar a sanciones administrativas o judiciales en materia de competencia, salvo los relacionados con la repartición de subastas en las que la Empresa participó para maximizar retornos económicos en el puerto de Santander bajo la dirección del jefe de división.

[•] Consecuencias por Incumplimiento

1.1. Ausencia de otros Procedimientos

*En caso de que cualquier de las Manifestaciones y Garantías descritas en esta cláusula resulte ser inexacta, falsa o incumplida, el Vendedor, incluyendo sus propietarios y accionistas, será responsable de indemnizar a **Atlas Capital, S.L.**, asumiendo el pago de una cantidad equivalente a los daños y perjuicios sufridos, incluyendo, pero no limitándose, a las sanciones, costos legales y cualquier otro perjuicio derivado directa o indirectamente del incumplimiento.*

c. Constitución de Indemnities

Como alternativa a la inclusión de un precio contingente, como indicaremos abajo, es habitual que para esta categoría de riesgos se incluya una cláusula indemnizatoria, o “*indemnity*”. Ésta sirve para que, en caso de que la contingencia del expediente de la CNMC se materialice, entonces el vendedor deba indemnizar al comprador por todos los daños sufridos, así como por los gastos asociados al evento dañoso, a través de una devolución de dichas cantidades.

Esto es más atractivo para Estrella del Mar, S.A. que la retención de parte del precio, en la medida en que le permitiría recibir el precio íntegro al consumarse la compraventa; sin embargo, no conviene a Atlas Capital como comprador, en tanto exige un previo desplazamiento íntegro del precio a pagar, el cual supone un riesgo siempre que quepan dudas sobre la solvencia futura del vendedor.

Desde Cuéllar Zurutuza, recomendamos evitar que haya un traspaso de las cantidades del precio que corresponden a la contingencia del expediente sancionador (por lo menos 10 millones), en caso de que se materialice la situación descrita en la sección anterior.

d. Establecimiento de Condition Precedent

Primero, en la medida en que hemos considerado que la compraventa no debe consumarse en un único acto por la posibilidad inminente de que la multa de

la CNMC se ejecute, también hemos determinado que la parte del precio que corresponde a dicha contingencia esté sujeta a una condición suspensiva.

De esta forma, para el caso de que mediante el expediente sancionador acabe la CNMC por imputar una multa a Estrella del Mar, la parte del precio que corresponde al expediente en sí, la concesión de Bilbao (si se pierde por virtud de una prohibición para contratar con la Administración Pública), y los demás costos relativos a la actividad de gestión portuaria que forman parte de ella, quedará sujeta a que no se encuentre culpable al jefe de división de Estrella del Mar de los actos que le han sido imputados.

Esto lo hemos explicado arriba, como parte de la cláusula de precio diferido, en donde el segundo tramo estará en una *Escrow Account*, quedará sujeto a la inexistencia de una multa impuesta a Estrella del Mar, y será liberado en caso de que la sanción no se materialice.

IV. *Alternativa a los mecanismos previstos anteriormente*

Toda vez que la actividad que se encuentra en peligro de ser sancionada es la que deriva de la matriz en relación con la concesión de Bilbao, consideramos como opción alternativa a lo explicado hasta ahora la posibilidad de escindir parcialmente este sector de actividad del resto de la compañía, para que no forme parte del SPA. Esto se articularía de conformidad con los artículos 58 y 60 de la LME⁴³, de tal manera que la *target* se quedaría con tres concesiones, en vez de cuatro, y la concesión de Bilbao pasaría a formar parte de una sociedad o existente o de nueva creación, que haría frente a la multa, sin la necesidad de que Atlas Capital sufra las consecuencias de los actos anticompetitivos del jefe de división de aquella.

Esperamos que al incluir estos mecanismos en el SPA, pueda haber una repartición de riesgos acorde a las circunstancias en las que se encuentra Estrella del Mar. Lo más importante es que Atlas Capital no enfrente las consecuencias que eventualmente pudieran derivar del expediente de la CNMC y que, en caso de enfrentarlas, tenga mecanismos para quedar indemne y repercutir la responsabilidad en el causante de los ilícitos.

B. Iniciación de Procedimiento Judicial por Reclamación de Generali

Durante las negociaciones con Estrella del Mar, se ha descubierto la existencia de un procedimiento judicial de reclamación por 36.000 €, iniciado a instancia de la aseguradora Generali por supuestos daños sufridos en una plataforma elevadora propiedad de Estrella del Mar. Los daños fueron ocasionados durante la realización de los trabajos de estiba llevados a cabo por una grúa propiedad de Estrella del Mar en Bilbao.

Tomando en consideración la existencia de un procedimiento de instrucción por parte de la CNMC que puede dar lugar a una multa de hasta el 10% del volumen de negocios a nivel mundial de Estrella del Mar, o de cifras que superen los EUR 10 millones, es importante señalar que una reclamación de 36.000 € no sobrepasa el umbral de materialidad relevante

⁴³ LME (CZ-001), Arts. 58, 60.

establecido por los usos comunes en las operaciones de compraventa mercantil, el cual normalmente ronda alrededor de los 100.000 €.

Con ello, parece que la solución a este problema es simplemente incluirlo como parte de las *Representations and Warranties* incluidas en el SPA, según las cuales Estrella del Mar deberá compensar a Atlas Capital en caso de que tenga más pleitos judiciales que no esté revelando y que pudieran llegar a causar un perjuicio de carácter monetario a esta última en tanto adquirente. Dicho esto, hemos decidido proponer la inclusión de las siguientes manifestaciones en el SPA:

Cláusula C. Manifestaciones y Garantías

[•] Manifestaciones y Garantías del Vendedor

1.1. Reclamación Judicial de Generali

El Vendedor declara y garantiza que el único procedimiento judicial en el que actualmente se encuentra incurso Estrella del Mar, S.A., es la reclamación iniciada por Generali por un importe de 36.000 €, en relación con supuestos daños sufridos en una plataforma elevadora propiedad de Estrella del Mar durante la realización de trabajos de estiba con una grúa de su propiedad en Bilbao.

1.2. Umbral de Materialidad y Ausencia de Otros Procedimientos

El Vendedor manifiesta y garantiza que, salvo el procedimiento mencionado en la cláusula anterior, no existen otras reclamaciones, litigios o procedimientos judiciales activos contra Estrella del Mar, S.A., ni contra ninguno de sus empleados, directivos o representantes, cuyo importe supere el umbral de materialidad establecido en 100.000 € o que puedan generar un perjuicio relevante para la sociedad.

1.3. Responsabilidad por Procedimientos No Revelados

El Vendedor garantiza que no se han omitido reclamaciones, litigios o procedimientos judiciales que pudieran derivar en responsabilidades económicas o legales no reveladas, y que de surgir algún procedimiento de esta naturaleza con posterioridad al cierre de la transacción, se compromete a indemnizar a Atlas Capital, S.L., por los daños y perjuicios que se deriven directa o indirectamente de tales reclamaciones.

[•] Consecuencias por Incumplimiento

1.1. Indemnización por Procedimientos No Revelados

En caso de que cualquier Manifestación y Garantía descrita en esta cláusula resulte ser inexacta, falsa o incumplida, el Vendedor, incluyendo sus propietarios y accionistas, será responsable de indemnizar a Atlas Capital, S.L., por los daños y perjuicios sufridos. Esto incluye, pero no se limita a, el importe de las reclamaciones no reveladas, sanciones, costos legales, y cualquier otro perjuicio relacionado con tales procedimientos.

Esto permitiría que Atlas Capital pudiera continuar con la operación sin preocuparse por un asunto que ni siquiera es cuantioso lo suficiente como para ser considerado una contingencia. Al mismo tiempo, al ser una muestra de que no se debatirá cada pequeña incidencia en el proceso de *due diligence*, constituye una clara muestra de confianza y buena fe para con Estrella del Mar.

No obstante lo anterior, a los efectos de contener riesgos y de centralizar la operación de adquisición, recomendamos a Atlas Capital negociar un cambio de abogados en cuanto al procedimiento de Generali. En vez de que se encargue el despacho de Generali Seguros,

S.A., sugerimos que el pleito se lleve desde Cuéllar Zurutuza. Esto permitirá una supervisión más cercana de los hitos procesales a los que se llegue, y garantizará una defensa llevada a cabo con los más altos estándares de calidad en la proporción de servicios jurídicos en el mercado.

Con este propósito, y con agradecimiento por cualquier consideración que pudiera dar Atlas Capital a este despacho, les hacemos llegar la siguiente

Propuesta Económica | Cuéllar Zurutuza

Nuestra propuesta económica, sujeta a aprobación final interna, se basa en:

- Honorarios para cada una de las Fases 1 y 2, calculados sobre la base de tarifas horarias sujetas a un descuento significativo (las “**Tarifas Descontadas**”) y el tiempo estimado que será necesario dedicara a cada una de ellas;
- Aplicación de las Tarifas Descontadas a toda la Fase 3 (el juicio, en su caso); y
- Comisión de éxito, consistente en la posibilidad para Cuéllar Zurutuza de recuperar la cantidad íntegra reclamada por Generali Seguros, S.A. en el supuesto de conseguir una sentencia estimatoria para Estrella del Mar en la resolución de la controversia (“**Comisión de Éxito**”).

Tarifas Descontadas

Aunque normalmente cobramos nuestros servicios con base en tarifas horarias estándar de nuestros socios, asociados, y otros profesionales, en este caso en específico, como demostración de nuestro compromiso por trabajar con Atlas Capital | Estrella del Mar, hemos obtenido aprobaciones extraordinarias para ofrecerles un descuento de nuestras tarifas de la siguiente manera:

	Tarifa horaria estándar (EUR)	Tarifa Descontada (EUR)
Antonio Cuéllar Zurutuza <i>(Especialista en Corporate M&A)</i>	1.550	1162.50
Clara Meier-Lüthi <i>(Especialista en Corporate M&A)</i>	1.075	806.25
Rodrigo Álvarez de Lara <i>(Especialista en Laboral)</i>	1.010	757.50
Asociados Senior <i>(Dts. Corporate, Laboral y Procesal)</i>	910-1010	720.10
Asociados Mid-Level <i>(Deptos. Corporate y Laboral)</i>	790-900	633.75
Asociados Junior <i>(Deptos de Corporate y Financiero)</i>	600-715	493.13

Estas tarifas están sujetas a actualizaciones cada año, dadas las promociones y modificaciones dentro de los equipos, así como al resto de ajustes a las situaciones del mercado.

Honorarios Profesionales

Fase 1 - Preparatoria

Proponemos unos honorarios fijos de **1.400 €** para toda la fase preparatoria del asunto, la cual incluirá:

- Una recopilación, procesamiento y análisis de la documentación presentada por Generali Seguros, S.A.
- La elaboración de un informe pericial detallado sobre los daños reclamados, en donde Cuéllar Zurutuza trabajará en conjunto con **Gestland Grup, S.L.P.**, un equipo de ingenieros técnicos especializados en la investigación y evaluación del diseño de instalaciones industriales portuarias.

***//los honorarios de los peritos de Gestland Grup, S.L.P. están incluidos en la cuantía expresada arriba, sin embargo, están sujetos a alteraciones según las exigencias del caso en particular.*

- Reunión para comentar la estrategia y pasos siguientes a adoptar en la resolución de la controversia con Generali Seguros, S.A.

Nuestra propuesta de honorarios para la Fase 1, parte de la premisa de que la duración de esta fase no excederá de 10 días desde nuestra contratación. Para todo el trabajo realizado en la Fase 1, del día 11 en adelante, aplicaríamos nuestras Tarifas descontadas.

Fase 2 – Negociaciones y posible sobreseimiento

Partiendo de la estrategia establecida en la fase inicial, la Fase 2 consistirá en la activación de los distintos mecanismos de negociación existentes para conseguir llegar a un acuerdo con General Seguros, S.A. y, posiblemente, a un sobreseimiento por desistimiento bilateral de las partes.

Conforme se ha señalado anteriormente, serían tres las áreas de trabajo en esta Fase 2:

- Preparación y presentación de una propuesta de negociación para Generali Seguros, S.A., en cooperación y coordinación con el Instituto de Mediación del Ilustre Colegio de Procuradores de Madrid (“**ICPM**”)⁴⁴.

⁴⁴ Las tarifas para procesos solicitados por ciudadanos o empresas que superen los 1000 € de cuantía, aprobadas por la Junta de Gobierno del ICPM el 10 de octubre de 2023, consisten en: (i) 60 € por gastos administrativos por apertura de expediente, admisión y designación; (ii) 120 € por cada sesión de mediación y 0.25% de la cuantía económica reclamada o interés económico del asunto; y 20€ por emitir un certificado de procesos intentados sin efecto de mediación, oferta

- Puesta en marcha de los mecanismos de mediación ante los órganos correspondientes del ICPM.

Para esta Fase 2, proponemos unos honorarios de **1.960 €**, partiendo de la premisa de que tendrá una duración simultanea de 10-15 días desde la admisión a trámite de la Demanda de Generali Seguros, S.A. por virtud de Decreto del Letrado de Administración de Justicia.

Fase 3 – Juicio Verbal

Para el asesoramiento y representación de Atlas Capital | Estrella del Mar en el juicio verbal proponemos una estructura de honorarios por cada fase del procedimiento.

Aplicando las Tarifas Descontadas hemos logrado ajustar nuestro presupuesto para el juicio en la Fase 3 a un total de **2.240 €**, con una estimación de honorarios para cada etapa del procedimiento como a continuación se expone:

Etapa Procesal	Tiempo Estimado	Honorarios (EUR)
Presentación de declinatoria / contestación a la Demanda (incluyendo todos los documentos correspondientes e informes periciales).	1-10 días después de haber sido admitida a trámite la demanda por Decreto del LAJ.	896,00
Intentos de negociación o mediación entre las Partes con el Instituto de Mediación del ICPM.	Desde la presentación de la demanda hasta, en su caso, la celebración de la vista.	448,00
Celebración de la vista.	3-20 días después de haber presentado la contestación.	896,00

//Al tratarse de un procedimiento monitorio por cuantía de 36.000€, con arreglo a lo dispuesto por los artículos 1 y 9 del Arancel de Derechos de los Procuradores de los Tribunales, el procurador, cuya intervención será preceptiva, devengará por el conjunto de su intervención en el proceso la cantidad de **25€, salvo que se obtenga el cobro de lo reclamado, en cuyo caso percibirá el 25% de **396,67€** (un total de **99,17€**)⁴⁵.

Comisión de Éxito

Proponemos que nuestros honorarios profesionales vayan acompañados de una Comisión de Éxito por el resultado favorable que pueda obtenerse para Atlas Capital | Estrella del Mar. La Comisión de Éxito tendría dos componentes: (i) facturación de todo el trabajo realizado durante las Fases 1 a 3 y no facturado, aplicando las tarifas estándar vigentes al momento de realización del trabajo; y (ii) la diferencia entre el trabajo realizado y facturado a Tarifas Descontadas y el trabajo realizado y facturado aplicando nuestras tarifas horarias estándar vigentes al momento de la realización del trabajo.

vinculante, conciliación, o negociación. Ver Tarifas del Instituto de Mediación del ICPM, extraídas de <https://www.icpm.es/mediacion.asp#7> el 18 dic. 2024.

⁴⁵ Ver Arancel de Derechos de los Procuradores de los Tribunales del ICPM (CZ-020), Arts. 1, 9).

Deberá entenderse por “resultado favorable”: (i) la estimación de nuestras pretensiones y el archivo de la causa por la que se reclama a Atlas Capital | Estrella del Mar 36.000 €; o (ii) un acuerdo transaccional por el que Generali Seguros, S.A. se comprometa a reducir su reclamación a Atlas Capital | Estrella del Mar por un importe superior al 60% de la cantidad reclamada en el presente juicio.

Gastos

Se facturará por los gastos ordinarios relacionados con el servicio, lo que incluye, sin limitación, gastos de gestión documental, viajes y otros. Los gastos ordinarios no comprenden honorarios y gastos de terceros, incluyendo testigos y expertos, ni los honorarios de Cuéllar Zurutuza. Tampoco incluyen los aranceles del procurador.

El equipo se compromete firmemente a controlar los honorarios y gastos de manera eficiente.

Propuesta de calendario

Como adelantamos arriba, la reorganización societaria debe llevarse a cabo en tres fases distintas: (i) una primera fase de **aportación no dineraria** de Estrella del Mar a Estrella Gestión de Puertos, en donde se hará un traspaso de lo relativo al negocio de gestión portuaria de la matriz a la filial; (ii) una segunda fase en la que se hará una **escisión parcial** de Estrella Marruecos, como acto previo a su transmisión; y (iii) una tercera fase en la que se hará nuevamente una **aportación no dineraria especial** –de empresa– de la totalidad de las participaciones de Estrella Marruecos a Estrella Gestión de Puertos, a efectos de reunir en esta última, la *target*, todos los elementos que buscamos formen parte del SPA.

Por otro lado, también sabemos que se ha incoado un expediente sancionador por parte de la CNMC, cuyo procedimiento de instrucción terminará para finales de este año. En virtud de lo que resuelva dicha administración, el expediente tendrá un resultado que deberá ser incluido como parte de la negociación del SPA, tal y como explicamos anteriormente.

Tomando esto en cuenta, desde Cuéllar Zurutuza hemos definido los siguientes hitos a efectos de esbozar una propuesta de calendario que nos sirva como guía provisional para enfrentar el proceso objeto de nuestro dictamen.

Calendario Propuesto para la compraventa de Estrella Gestión de Puertos S.L.U.

Fase Preliminar:

- **T0 (inicio de la compraventa):** Atlas Capital participará en una primera reunión con los representantes de Estrella del Mar, S.A. para llevar a cabo una **firma de acuerdos de confidencialidad** (“**NDA**”, por sus siglas en inglés: *Non-Disclosure Agreements*) y una **oferta unilateral no vinculante**.

Dado que no se trata de un proceso competitivo, aconsejamos que Atlas Capital realice una oferta directa a los accionistas de Estrella del Mar, S.A. De esta manera, podríamos agilizar las negociaciones iniciales y prevendríamos la participación de otros posibles compradores.

- **T+1 semana:** Reuniones iniciales para discutir los términos generales de la oferta y presentaciones entre las partes. Asimismo, se llevarían a cabo conversaciones iniciales para resolver cualesquiera cuestiones preliminares que las partes identifiquen.
- **T+2 semanas:** Atlas Capital formalizaría una carta de intenciones (“**LOI**”, por sus siglas en inglés: *Letter of Intent*) con los términos acordados entre las partes durante las anteriores reuniones, y enviaría un cronograma detallada para la transacción, el cual quedaría sujeto a la aprobación de ambas.

Fase de *Due Diligence*:

- **T+3 semanas a T+12 semanas:** En esta fase, habrá un período de organización y acceso al *data room* proporcionado por Estrella del Mar, en donde los abogados de Cuéllar Zurutuza estudiarán a fondo la documentación financiera, legal, fiscal y operativa de la compañía para realizar un informe preliminar sobre riesgos y ajustes en la valoración de la empresa.

La fase de *due diligence* puede variar en cuanto al tiempo que puede tardar. En principio, no debería durar más de 7-8 semanas; sin embargo, toda vez que muy probablemente Estrella Marruecos tiene documentación sujeta a regulación marroquí y en árabe, hará falta tiempo adicional para llevar a cabo las traducciones correspondientes y el estudio del caso desde nuestra oficina en Casablanca. Por eso hemos previsto que durará de la semana 3 a la 12.

Negociación del SPA y *Signing*

- **T+13 semanas a T+18 semanas:**
 - **T+13 semanas a T+15 semanas:** Realización de Propuesta de Reorganización Societaria e inclusión de mecanismos mitigantes para la contingencia relacionada con la CNMC en el contrato de compraventa. Se hará asimismo una redacción preliminar y una revisión exhaustiva del SPA por ambas Partes.
 - **T+16 semanas a T+18 semanas:** Se llevará a cabo una negociación bilateral del SPA, en donde ambas Partes consigan incluir en el mismo todos aquellos mecanismos que consideren oportunos. Además, se llegará a un acuerdo sobre la estructura financiera del precio en tres tramos.

- *Signing*: prevemos que la firma del SPA se lleve a cabo durante la semana 18 o 19, así como la incorporación de los documentos y anexos relacionados.

Fase de Reorganización y Autorizaciones:

- **T+19 semanas a T+29 semanas:**

- En esta fase, previo consentimiento del grupo vendedor, se ejecutará la Propuesta de Reorganización de Atlas Capital, de tal manera que Estrella del Mar tendrá que llevar a cabo los siguientes pasos durante las semanas siguientes al *signing*:
 - ***Aportación no dineraria Estrella del Mar → Estrella Gestión de Puertos:*** La aportación no dineraria debe describirse en la escritura de constitución de la sociedad o en la de ejecución de un aumento de capital. Deben incluirse sus datos registrales si existen, su valoración en euros, y la numeración de participaciones atribuidas por parte de la segunda a la primera. Al tratarse de un aumento de capital social, la junta debe aprobarlo y los administradores o accionistas minoritarios pueden incluso llegar a impugnar el valor atribuido.
 - ***Escisión Parcial Estrella Marruecos:*** La escisión parcial exige la redacción de un proyecto de escisión por parte de los administradores de Estrella Marruecos, en donde indiquen sus preferencias en cuanto a la división de patrimonios y la relación de canjes entre sociedades, así como un informe justificativo sobre los criterios utilizados en la valoración del patrimonio. Luego, el proyecto debe ser aprobado en la junta general de las sociedades intervinientes (lo cual no debe ser problemático por la naturaleza de esta operación), y esto debe inscribirse en el Registro Mercantil.
 - ***Aportación de Estrella Marruecos → Estrella Gestión de Puertos:*** con el propósito de no hacer repeticiones, nos remitimos a la explicación que dimos arriba con relación a la aportación no dineraria, con la diferencia de que en este caso la aportación es de participaciones de una empresa a otra, si bien el procedimiento a seguir es exactamente el mismo que el anterior.
- A falta de información al respecto, asumimos que la fusión entre Estrella Gestión de Puertos y Andalusia Harbors supone una concentración económica que incrementará la cuota de mercado a más del 30% del mercado relevante de servicios de gestión portuaria. Tomando esto en cuenta, en virtud de lo dispuesto por los artículos 8 y 9 de la LDC, parece que la operación deberá ser notificada a la CNMC con carácter previo a su ejecución, y no podrá ejecutarse hasta que haya recaído y sea ejecutiva la autorización expresa o

tácita de la CNMC. Tanto Atlas Capital en nombre de Andalusia Harbors como Estrella del Mar están obligados a notificar⁴⁶.

- Como explicamos anteriormente, la transmisión de las concesiones portuarias también puede quedar sujeta al consentimiento de la autoridad competente, así como a un compromiso de no ejercer su derecho de tanteo y retracto. Nos remitimos a la sección en la que hemos explicado esto.
- Con respecto al contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L., como hemos explicado arriba, en tanto activo esencial de la compañía, necesitaremos que la junta general delibere y acuerde sobre su transmisión.
- Finalmente, también tendrá que comprobarse el cumplimiento de todas las condiciones suspensivas a las que había quedado sujeto el *closing* del SPA en virtud de las negociaciones que se llevaron a cabo entre las partes con carácter previo, en las que se discutirá, entre otras cosas, la inclusión de las cláusulas que hemos decidido proponer.

Closing y Post-Closing:

- **T+30 semanas:**

- *Closing*: Transferencia de acciones o activos. Las partes deberán firmar la finalización de la operación y se inscribirá la transmisión de las participaciones de una sociedad a otra y la de los activos.
- Pago del precio de compraventa y constitución de garantías o escrows. Atlas Capital pagará el precio a Estrella del Mar por la adquisición de Estrella Gestión de Puertos y se liberarán las cantidades correspondientes en las *Escrow Accounts* en caso de no haberse materializado las contingencias identificadas durante la fase de *due diligence*.
- Formalización de la operación ante notario. Se elevará el acuerdo a escritura pública y, entonces, se dará por finalizada la compraventa.

- **T+32 semanas en adelante:**

- Integración de las compañías desde el seno de Atlas Capital.
- Cumplimiento de obligaciones post-cierre, como ajustes de precio o auditorías posteriores.

⁴⁶ LDC (CZ-014), Arts. 8, 9.

PROBLEMA NÚM. 3 → LA POSIBILIDAD DE INCORPORAR UNA CLÁUSULA DE NO-COMPETENCIA AL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE EMPRESA.

Atlas Capital ha expresado su deseo de incorporar una cláusula de *non-competete* al contrato de compraventa con duración de 5 años.

En la medida en que Atlas Capital pretende llevar a cabo la adquisición de Estrella Gestión de Puertos con el propósito de hacerse de un negocio de servicios de gestión portuaria, es natural entonces que busque incorporar al SPA una cláusula que inhiba –y que no restrinja absolutamente— la competencia en el mercado por parte de Estrella del Mar. Así lo impone el tráfico mercantil, por lo menos hasta que haya habido un plazo razonable para que Estrella Gestión de Puertos | Andalusia Harbors consolide su posición como empresa dedicada a estos servicios, asegure clientela, y afiance en el negocio.

Debe entenderse que este tipo de pactos caen dentro del ámbito de autonomía de los contratantes establecido por virtud de los **artículos 1255 y 1258 del CC**, i.e. “[l]os contratantes pueden establecer los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral ni al orden público” y “los contratos... obligan no sólo al cumplimiento de lo... pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley”⁴⁷. Es más, muchas veces son necesarios, porque ayudan a “mantener en el mercado la situación competitiva desplegada antes por el transmitente y a raíz de la transmisión por el adquirente, que en otro caso no habría adquirido y... [a que el adquirente] pueda desembarcar en el mercado y competir con el adquirente”⁴⁸.

En consecuencia, en una compraventa mercantil, se desprende que el vendedor tiene dos obligaciones principales:

- Una obligación de hacer, que consiste en comunicar al adquirente los conocimientos e informaciones relativos a los procedimientos técnicos de producción y a las estructuras, sistemas y relaciones que forman parte de la organización comerciales de la empresa (e.g. redes de distribución y comercialización, y estrategias de mercado); y,
- Una obligación de no hacer, que se materializa en la imposición al transmitente del deber de abstenerse de realizar una actividad competitiva en relación con la actividad empresarial transmitida⁴⁹.

Así pues, en lo que a nosotros nos concierne, una cláusula de competencia es un pacto del que deriva una obligación de no hacer que prohíbe al comprador vender servicios que compitan con los servicios contractuales⁵⁰. No obstante lo anterior, de conformidad con lo

⁴⁷ CC (**CZ-004**), Arts. 1255, 1258.

⁴⁸ Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 250/2015, de 4 de diciembre de 2015 (ponente Alberto Arribas Hernández) (**CZ-022**), FD 5º.

⁴⁹ Sentencia del Tribunal Supremo núm. 303/2016, de 9 de mayo de 2016 (ponente Pedro José Vela Torres) (**CZ-024**), FD 5º.

⁵⁰ RDC (**CZ-015**), Art. 2.5.c).

dispuesto en la Ley, dicho pacto se vuelve anticompetitivo siempre que la cláusula tenga una duración indefinida o exceda de cinco años⁵¹. El **plazo razonable** debe entenderse, más bien, en **dos o tres años**, según lo dispuesto por la Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000, que aplica por analogía el plazo máximo contemplado para los contratos de agencia. Y es que así lo indica también la jurisprudencia mayoritaria, salvo para aquellos casos en los que hay una justa causa para proteger al comprador y al objeto del contrato de compraventa⁵².

Por todas, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 250/2015, de 4 de diciembre, establece que “[e]n el caso de la venta de empresas, que no existe regulación expresa que limite un posible pacto de no competencia, no significa que no pueda apreciarse cuándo esta cláusula dejar de ser accesorio a la transmisión de empresas, por ir más allá de lo estrictamente necesario para garantizar la transmisión... [Por ello,] **resulta razonable que cuando menos el plazo de la prohibición de competencia fuera de dos años**, pudiendo advertirse incluso justificado que excediera algo más de este límite temporal en atención a la estrecha vinculación o relación de los clientes con los transmitentes... y la falta de arraigo de los adquirentes en el área geográfica en la que opera la empresa adquirida” (énfasis añadido).

Por lo expuesto, desde Cuéllar Zurutuza recomendamos que la cláusula de *non-compete* se restrinja a lo estrictamente necesario y que no exceda de los **dos años** establecidos por la jurisprudencia mayoritaria y la Comisión Europea. Asimismo, consideramos que toda la región del Mediterráneo es un área difícilmente abarcable por un pacto de tal naturaleza, con lo cual también la reduciríamos al ámbito en el que opera Estrella Gestión de Puertos | Andalucía Harbors: España y Marruecos.

Más allá de lo anterior, también nos gustaría llamar a su atención lo siguiente:

- La operación de compraventa constituye una **concentración económica**⁵³ y debe notificarse a la CNMC⁵⁴ y al *Conseil de la Concurrence* en Marruecos⁵⁵ con carácter previo a su ejecución.

⁵¹ RDC (**CZ-015**), Art. 2.2.e).

⁵² El plazo de duración de dos años de un pacto de competencia es ampliamente utilizado en la práctica; sin embargo, atendiendo a la complejidad del negocio y a la necesidad de ponerlo en marcha después de su adquisición, es posible que la duración sea mayor. Así lo han establecido tanto la Comisión Europea como los tribunales nacionales en diversas ocasiones. En particular, en la *Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000*, Caso núm. COMP/M.1980 - Volvo / Renault V.I. (**CZ-023**), ¶ 56 (en donde la Comisión entendió que el pacto de no competencia con duración de 5 años al que se obligó Renault era válido, siempre que existía un alto grado de fidelidad de clientes y la vida útil de los productos así lo exigía).

⁵³ LDC (**CZ-014**), Arts. 7 y 8.1. Partimos de la premisa de que al recaer en Estrella del Mar tantas concesiones, la concentración es evidente; sin embargo, para el caso de que no se supiera si algo es una concentración y si por tanto se necesita notificar, se puede hacer una consulta a la CNMC respecto de si una determinada operación implica el nacimiento del deber de notificar. *Ver Id.* Art. 55.

⁵⁴ LDC (**CZ-014**); Arts. 8, 9.

⁵⁵ Ley núm. 104-12, de 30 de junio de 2014, relativa a la libertad de precios y a la competencia del Reino de Marruecos, Art. 12 (que reza “*toute opération de concentration doit être notifiée au conseil de la concurrence par les entreprises et les parties concernées, avant sa réalisation*”).

- Dicha notificación puede hacerse desde que existe el proyecto o acuerdo de concentración; o sea, desde que los partícipes consienten en realizar una operación que dé origen a la obligación de notificar. Al ser sociedades, desde que así lo adopta el órgano de administración, independientemente de que la operación quede sujeta, o no, a una condición suspensiva⁵⁶.
- Entre otras cosas que la CNMC valorará con respecto a la posible obstaculización del mantenimiento de una competencia efectiva en el mercado nacional, está la de aquellas restricciones a la competencia de carácter accesorio (como las cláusulas de *non-competete*) que están directamente vinculadas a la operación y son necesarias para su realización⁵⁷.
- La operación no podrá llevarse a cabo hasta que recaiga y sea ejecutiva la autorización expresa o tácita de la Administración⁵⁸.
- Finalmente, los trabajadores también deberán firmar un pacto de no competencia, para el momento en que su contrato de trabajo quede extinguido, en donde tampoco podrán tener una duración de más de dos años para los técnicos, y de seis meses para el resto, a menos que (i) el empresario tenga y pruebe un interés industrial o comercial en ello; y (ii) que satisfaga al trabajador una compensación económica adecuada⁵⁹.

Por todo, consideramos que la CNMC valorará cualquier cláusula *non-competete* que forme parte del SPA y, con esto en mente, sugerimos que no sobrepasa los límites establecidos de manera consuetudinaria por el tráfico mercantil y por los estándares jurisprudenciales que hemos señalado anteriormente, tanto para la empresa como para sus trabajadores.

⁵⁶ RDC (**CZ-015**), Art. 54.

⁵⁷ LDC (**CZ-014**), Art. 10.

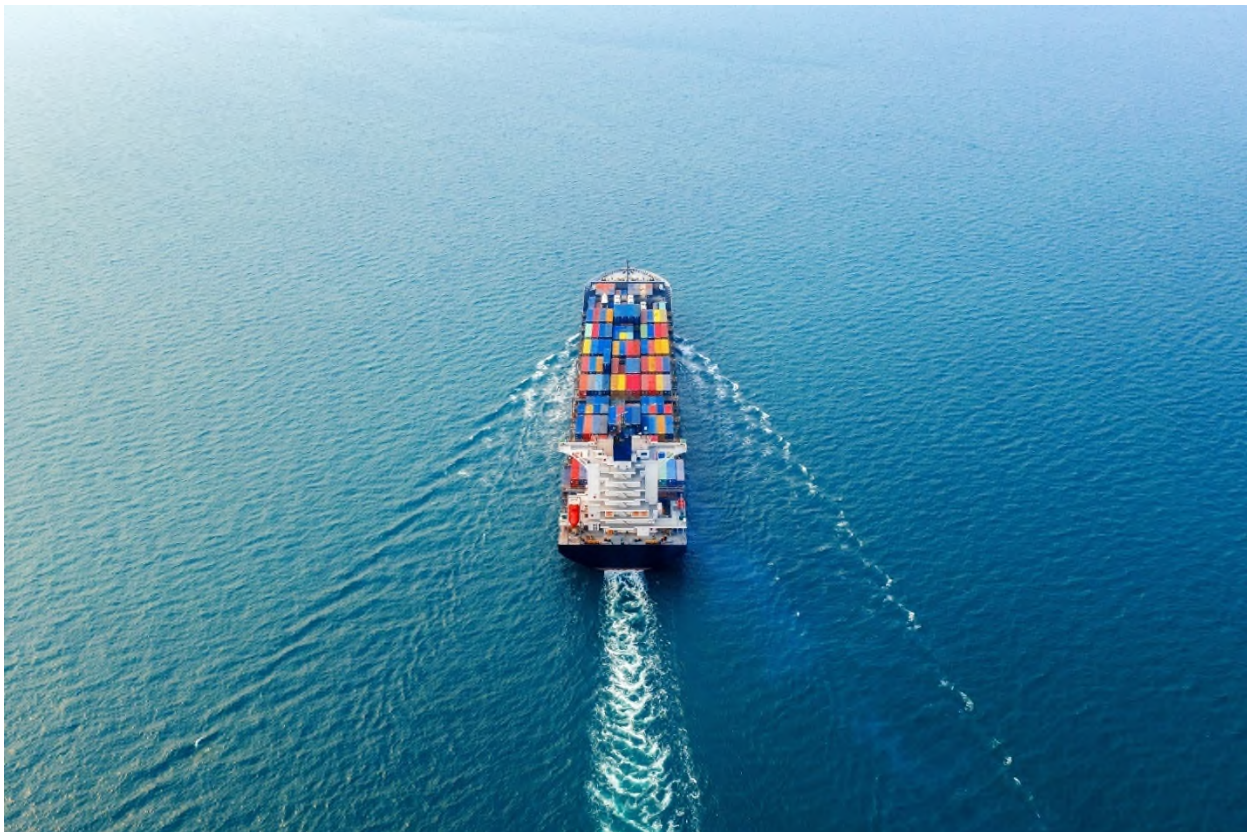
⁵⁸ LDC (**CZ-014**), Art. 9 en relación con Art. 38.

⁵⁹ ET (**CZ-008**), Art. 21. *Ver también* Sentencia del Tribunal Supremo núm. 144/2024, de 25 de enero de 2024 (ponente Antonio Vicente Sempere Navarro) (**CZ-025**), FD 2º.

ESTRELLA DEL MAR, S.A.

Evaluación de impacto sobre fusión con la mercantil OceanShip, S.A.

Dictamen Jurídico



Dictamen Jurídico

Antonio Cuéllar Zurutuza

Asociado, Madrid

T: +34 663 492 132

antonio@cuellarzurutuza.com

Agradecemos al equipo de directivos de **Estrella del Mar, S.A.** ("**Estrella del Mar**") por la oportunidad que nos ha concedido de presentar este dictamen jurídico para el asesoramiento a Estrella del Mar en la posible fusión con la mercantil OceanShip, S.A. ("**OceanShip**").

Desde nuestras oficinas en Madrid, proponemos un equipo liderado por Antonio Cuéllar Zurutuza, quien ha estudiado la carrera de Derecho y el Máster de Acceso a la Abogacía y a la Procura con dedicación y esfuerzo, y estimamos que cuenta con los conocimientos para llegar a la correcta resolución de los problemas a los que se enfrentan.

Confirmamos que Cuéllar Zurutuza, S.L.P. ("**Cuéllar Zurutuza**") no tiene conflictos de intereses que le impidan asesorar a Estrella del Mar en el presente asunto.

ANTECEDENTES DE HECHO

Tras la adquisición de Estrella Gestión de Puertos por parte del fondo de inversión Atlas Capital, Cuéllar Zurutuza recibió muy buenos comentarios de parte de su equipo de directivos. Con motivo de la última puesta de contacto que tuvimos, nos pidieron asesoramiento con respecto a una potencial toma de una participación minoritaria (29,7%) en la sociedad cotizada española OceanShip S.A. ("**OceanShip**"), con sede en Barcelona. Ésta lidera el mercado de transporte de mercancías entre los principales puertos del Mediterráneo. La operación, según indican, viene patrocinada por un accionista de control (88%) de Estrella del Mar, la familia Machado, quien, a su vez, es titular de una participación significativa (3,5%) en el capital de OceanShip.

A la luz de los anteriores hechos, hemos determinado las siguientes

CONSIDERACIONES

PRIMERA .- Con respecto a la posibilidad de articular la operación de llevar a cabo la compraventa sin que surja la obligación de lanzar una OPA obligatoria, o en su defecto, de las condiciones en que podría articularse la compraventa y en qué porcentaje.

Obligación de lanzar una oferta pública de adquisiciones obligatoria

De conformidad con el Art. 3 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el "**RD 1066/2007**")⁶⁰, surge la obligación de formular una oferta pública de adquisiciones ("**OPA**") cuando se alcanza un determinado control de una sociedad cotizada⁶¹. Se entiende que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta, dicho control, cuando alcanza un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% en la sociedad; o bien, cuando haya alcanzado un porcentaje de derechos de voto inferior, pero designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición de dicho porcentaje, a un número de consejeros que representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad⁶².

En este caso, la adquisición del 29,7% de OceanShip por parte de Estrella del Mar no supera el umbral del 30% y, en principio, no activaría automáticamente la obligación de lanzar una OPA; sin embargo, debemos considerar ciertos factores adicionales, siempre que la iniciativa no proviene simplemente de Estrella del Mar, sino por impulso de la familia Machado, que ya ostenta una participación del 3,5%.

I. Cómputo de los derechos de voto

El Artículo 5 del RD 1066/2007 establece que se computan conjuntamente los derechos de voto en caso de que se actúe en nombre propio, pero por cuenta o de

⁶⁰ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores ("**RD 1066/2007**") (**CZ-021**).

⁶¹ RD 1066/2007 (**CZ-021**), Art. 3.

⁶² RD 1066/2007 (**CZ-021**), Art. 4.

forma concertada con una entidad, la cual se presume cuando existe un acuerdo, expreso, tácito, verbal, o escrito, para obtener el control de la compañía afectada⁶³.

En la medida en que la familia Machado tiene una participación del 3,5% en OceanShip y es al mismo tiempo el accionista de control de Estrella del Mar, con un 88% de participación, podría llegar a interpretarse que existe una *acción concertada* para obtener el control de la primera, ya que es la familia Machado la que precisamente patrocina la operación.

En este último caso, la participación combinada, es decir, 29,7% + 3,5% alcanzaría un total de 33,2%, lo cual superaría el umbral determinado bajo el RD 1066/2007 y, por tanto, activaría la obligación de lanzar una OPA.

II. Supuestos excluidos de la OPA obligatoria cuando se alcanza el control

Primero, a la luz de lo establecido por el Artículo 8 del citado RD 1066/2007, existen ciertos supuestos de exclusión de la obligación de lanzar una OPA incluso alcanzando los umbrales establecidos por el Artículo 4⁶⁴. En particular, cabe la posibilidad de que todos los titulares de valores de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de parte de las acciones que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en la sociedad o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de OPA⁶⁵.

Segundo, también cabe la posibilidad de que los accionistas queden exentos de lanzar una OPA cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto del 30%, siempre que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial⁶⁶. Si bien, en este supuesto, parece también requerirse que los accionistas no hubieran votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente⁶⁷.

Tercero, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) puede dispensar de la obligación de lanzar una OPA cuando se alcance el umbral del 30% si una persona o entidad, individual o conjuntamente con las personas que actúen en concierto con ella, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta; sin embargo, esto está sujeto a que la persona o entidad no rebaje su participación por debajo de la ostentada por el accionista que hubiera sido dispensado, o a que éste no designe a más de la mitad de los miembros del consejo⁶⁸.

Tomando esto en cuenta, en Cuéllar Zurutuza recomendamos que, de conformidad con la primera opción, antes de completar la operación de compraventa, la familia Machado reduzca su participación en OceanShip para evitar que, sumada a la de

⁶³ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 5.

⁶⁴ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 8 en relación con Art. 4.

⁶⁵ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 8.c).

⁶⁶ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 8.g).

⁶⁷ *Ibidem*.

⁶⁸ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 4.2. Ver también *Id.* Art. 6.

Estrella del Mar, se supere el umbral del 30%. La segunda opción no parece viable, toda vez que es la familia Machado la que impulsa la iniciativa en primer lugar; y, la tercera implica una actuación separada de Estrella del Mar, que podría funcionar, pero requeriría recurrir a la CNMV para obtener una autorización que puede ni siquiera llegar a materializarse.

Articulación de la compraventa sin OPA obligatoria

Por lo expuesto, en la medida en que la familia Machado pretende evitar la obligación de lanzar una OPA con motivo de su adquisición y fusión de OceanShip con Estrella del Mar, la operación se podría estructurar de tal forma que la familia Machado reduzca previamente su participación en OceanShip. Si venden parte de su 3,5% antes de que Estrella del Mar adquiera el 29,7%, la suma de las participaciones no superaría el umbral del 30% y, por tanto, podrían quedar exentos de la obligación de lanzar una OPA. Esto permitiría que cumplan con su objetivo principal –el de la fusión–, y mantengan un porcentaje cercano al 30% de participación de cualquier forma.

Por otro lado, la familia Machado podría acudir ante la CNMV y solicitar, en tanto interesados, que se les dispense de lanzar una OPA obligatoria, siempre que prueben que actúan de manera conjunta y en concierto con Estrella del Mar, pero como personalidades jurídicas independientes, según se desprende de lo dispuesto por el Art. 4.2 del RD1 1066/2007.

De lo contrario, esto es, en caso de que la OPA sí fuera obligatoria por alcanzar el umbral establecido por la citada ley, la operación debería formularse con una oferta pública por la totalidad de los valores que conforman el capital de OceanShip, dirigida a todos los titulares de sus acciones a un precio equitativo⁶⁹. El precio equitativo se refiere a un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúan concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los doce meses previos al anuncio de la oferta⁷⁰.

SEGUNDA .- Con relación a las consecuencias para Estrella del Mar del programa de recompra de acciones que tiene previsto lanzar OceanShip en los próximos meses y que podría afectar hasta un 1% del capital actualmente en circulación.

Por *programa de recompra de acciones* debemos entender que OceanShip desea llevar a cabo una operación financiera mediante la cual la compañía adquiera sus propias acciones en el mercado, en tanto sociedad anónima cotizada. Dichas acciones en autocartera pueden ser posteriormente amortizadas, a través de reducciones en el capital social o, simplemente, retenidas para diferentes fines (e.g. reducción o aumento del capital social, mejora de indicadores financieros, consolidación del control por parte de los accionistas existentes, etc...)⁷¹.

La consecuencia principal de un programa de autocartera para Estrella del Mar sería, esencialmente, la activación de la obligación de lanzar una OPA en caso de querer ejercer

⁶⁹ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 3.1.

⁷⁰ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 9.

⁷¹ Vid. LSC (CZ-006), Arts. 144, 509, 535 ter.

sus derechos políticos a partir del umbral identificado *supra*. El problema yace en que tal programa afectaría hasta un 1% del capital en circulación, con lo cual puede incrementar automáticamente el porcentaje de derechos de voto de Estrella del Mar y la familia Machado, sin que adquieran ellos acciones adicionales. Si el nuevo porcentaje combinado supera el umbral establecido de 30%, entonces se activa la obligación de lanzar una OPA.

De conformidad con lo dispuesto por el Artículo 7.4 del RD 1066/2007, en caso de que el programa de recompra tenga por objeto una reducción del capital social en OceanShip y que, por tanto, Estrella del Mar alcance el umbral del 30% establecido por el Artículo 4 del mismo texto normativo, entonces ésta no podría ejercer los derechos políticos que excedan de tal porcentaje sin antes formular una oferta pública de adquisición⁷². Dicha OPA se formularía dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la reducción del capital y le sería de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo del Artículo 9⁷³.

No obstante lo anterior, a pesar de que Estrella del Mar se encuentra en el supuesto descrito, la OPA obligatoria puede evitarse, siempre que dentro de los **tres meses** posteriores a la reducción del capital, Estrella del Mar –en concierto en la familia Machado– enajene el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre el umbral de 30% y, entre tanto, no ejerza los derechos políticos que por dicho exceso correspondan⁷⁴. También cabe la posibilidad de que la CNMV la exima de llevar a cabo esta obligación, si existe otro accionista con una participación igual o mayor, o si la venta de acciones es suficiente para reducir la participación por debajo del umbral establecido⁷⁵.

⁷² RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 7.4.

⁷³ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 7.4.

⁷⁴ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 7.4.

⁷⁵ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 7.4 en relación con el Art. 4.

SUPUESTO HIPOTÉTICO

En esta sección, Estrella del Mar nos ha hecho llegar un supuesto hipotético en el que ha pedido partir de la premisa de que los consejos de varias compañías podrían estar abiertos a explorar una combinación de negocios a través de una operación de fusión por la que OceanShip absorba a Estrella del Mar. Por el valor de ambas compañías, la familia Machado pasaría a controlar aproximadamente un 57% de la sociedad resultante. Tomando esto en cuenta hemos determinado las siguientes

CONSIDERACIONES

TERCERA .- Con respecto a la posibilidad de articular la operación de fusión de tal forma que la familia Machado no tenga la obligación de lanzar una OPA y requisitos a cumplir para estos efectos.

Al igual que en los casos anteriores, esta operación plantea el riesgo de tener que lanzar una OPA obligatoria, por cuanto el control resultante de 57% sobrepasa el umbral del 30% establecido por virtud del Artículo 4 del RD 1066/2007. Sin embargo, hemos identificado maneras de articular la operación para evitar dicha obligación.

I. Tomas de control sobrevenidas

La fusión entre OceanShip y Estrella del Mar implicaría una toma de control sobrevenida. En tanto tal, exige la formulación de una oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la fusión, se alcanza, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto superior al 30% de participación⁷⁶. Dicha OPA tendrá que formularse en un plazo de tres meses siguientes a la fecha de fusión, y vendrá determinada por las reglas relativas al precio equitativo⁷⁷.

No obstante, la OPA no es obligatoria cuando se enajene el número de valores necesarios para reducir el exceso de derechos de voto sobre el porcentaje señalado, y siempre que no se ejerzan los derechos políticos que exceden de tal porcentaje, o bien cuando se obtiene una dispensa por parte de la CNMV, tal y como explicamos arriba⁷⁸.

Estrella del Mar | OceanShip podrían quedar exentos de cumplir con la OPA obligatoria en la medida en que se deshaga, la primera, de un total de 24% de participación en la sociedad. Evidentemente, esta opción resulta viable, pero no por ello sería lo ideal.

II. Supuestos excluidos de la OPA obligatoria cuando se alcanza el control

En virtud de lo dispuesto por el Artículo 8.g) del RD 1066/2007, en caso de que se lleve a cabo una fusión, estarán exentos de la obligación de formular la OPA aquellos accionistas o entidades afectadas que, como consecuencia de la fusión, alcancen un porcentaje de votos superior al 30%, siempre que (i) no hubiesen

⁷⁶ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 7.1 en relación con Art. 4.

⁷⁷ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 7.1 en relación con Art. 9.

⁷⁸ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 7.1 en relación con Art. 4.

votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada, y (ii) que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial⁷⁹.

Entendemos que, en este caso, los requisitos son cumulativos, y, por otro lado, que en la práctica se afirma en la solicitud de exención de la obligación de lanzar una OPA que en la junta general no ha votado a favor de la fusión ni el accionista mayoritario beneficiario, ni nadie que pueda actuar por cuenta suya⁸⁰.

Con esto en mente, parecería factible que Estrella del Mar | OceanShip reunieran el consentimiento del resto de los accionistas que participan en ambas sociedades, y que recabaran el apoyo de las sociedades que están a favor de impulsar esta iniciativa de negocio combinado. Adicionalmente, también deberán hacer una justificación del objetivo empresarial, la cual deberá demostrar que la familia Machado no busca tomar control de OceanShip, sino que tiene un objetivo industrial o estratégico legítimo (e.g. mejorar la eficiencia operativa, expandir el alcance del mercado, o crear sinergias financieras o comerciales).

Por lo tanto, para llevar a cabo esta alternativa, a diferencia de la anterior, Estrella del Mar | OceanShip deberán cumplir con los siguientes **requisitos**:

- a) *Justificación del objetivo empresarial*: como mencionamos arriba, las empresas deberán demostrar que persiguen un objetivo empresarial legítimo. Luego presentarán una solicitud con esta información a la CNMV, quien valorará la naturaleza de la operación antes de decidir si aplica la exención del Artículo 8.g) del RD 1066/2007, o no⁸¹.
- b) *Aprobación en la Junta General de Accionistas*: la junta general de accionistas deberá aprobar el proyecto de fusión redactado por los administradores de cada una de las sociedades que participan en el proyecto⁸², el cual vendrá acompañado un informe pericial sobre el proyecto común de fusión⁸³. Esto, para cumplir con lo exigido por la LSC, y para fortalecer el argumento de que la operación viene respaldada ampliamente por los accionistas, y no se realiza en detrimento de los accionistas minoritarios. Posteriormente, el acuerdo de fusión se eleva a escritura pública y se inscribe en el Registro Mercantil competente⁸⁴.
- c) *Solicitud de exención a la CNMV*: la familia Machado deberá solicitar formalmente una dispensa de la obligación de OPA a la CNMV, con base en el objetivo empresarial legítimo indicado arriba, la aprobación

⁷⁹ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 8.g).

⁸⁰ Gilsanz Gutiérrez, Javier (2018). *La fusión como supuesto excluido de la obligación de formular una OPA*. Giappichelli, Rivista Orizzonti dei Diritto Commerciale, ISSN 2282-667X (CZ-022), §4.

⁸¹ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 8.g).

⁸² LSC (CZ-006), Arts. 39-40, 47.

⁸³ LSC (CZ-006), Art. 41.

⁸⁴ LSC (CZ-006), Arts. 50-51.

previa de la junta general de accionistas (de ambas compañías), y el cumplimiento del resto de requisitos establecidos por la LME y la LSC⁸⁵.

- d) *Asunción de compromiso de los derechos de voto*: para el caso de que la familia Machado no obtenga una dispensa inicial de lanzar una OPA obligatoria, ésta, junto con Estrella del Mar, podría comprometerse a no ejercer los derechos de voto correspondientes al exceso sobre el umbral del 30% mientras se tramite la dispensa en la CNMV, o se reestructura su participación; o reducir su participación a partir de la enajenación parcial de sus acciones.

En Cuéllar Zurutuza, recomendamos que la fusión se estructure de forma tal que la familia Machado no esté obligada a lanzar una OPA. Para ello, sugerimos que cumpla con los requisitos indicados arriba y que se abstenga de enajenar sus acciones como indicamos en el primer punto. Confiamos en que la demostración de un objetivo empresarial legítimo y una aprobación de la junta general de ambas compañías, de conformidad con el Artículo 8.g) del citado Real Decreto, es un camino a seguir que llevara a Estrella del Mar | OceanShip al éxito en lo que a esta iniciativa respecta.

Propuesta de calendario

Hemos visto que, para llevar a cabo esta operación sin activar la obligación de lanzar una OPA, se requiere el cumplimiento de varios requisitos con carácter previo. Tomando esto en consideración, desde Cuéllar Zurutuza hemos definido los siguientes hitos, a efectos de esbozar una propuesta de calendario que nos sirva como guía provisional para llevar a cabo la iniciativa objeto de nuestro dictamen.

Calendario Propuesto para la fusión entre Estrella del Mar, S.A. | OceanShip, S.A.

Fase Preparatoria de la Operación:

- **T+1 mes (Análisis Preliminar):**
 - Estrella del Mar | OceanShip realizarían un estudio jurídico y financiero de sus respectivas sociedades para justificar la fusión como una operación con objetivos empresariales legítimos, y para demostrar que la familia Machado no tiene el objetivo de hacerse del control de ambas. Asimismo, se definiría una proporción de canje de acciones en un informe del órgano de administración⁸⁶.
- **T+2-3 meses (Proyecto de Fusión y Contratación de Peritos)**
 - Una vez elaborado el Proyecto de Fusión común entre los órganos de administración de ambas sociedades participantes en la fusión⁸⁷, se solicitará

⁸⁵ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 8.g).

⁸⁶ LME (CZ-001), Art. 5.

⁸⁷ LSC (CZ-006), Arts. 39-40, 47.

al Registrador Mercantil la designación de un experto independiente que examinará el proyecto de modificación estructural y elaborará un informe destinado a los socios, el cual se pondrá a su disposición un mes antes de la fecha de la junta general aprobatoria de la fusión⁸⁸.

Fase de Consultas

- **T+3-4 meses (publicidad preparatoria del acuerdo)**
 - Un mes antes de que se lleve a cabo la junta general que acordará la fusión, el órgano de administración de cada sociedad estará obligado a insertar en la página web (i) el proyecto de fusión; (ii) un anuncio por el que se informe a los socios, acreedores y representantes de los trabajadores de que se pueden presentar observaciones al proyecto; y (iii) el informe del experto independiente⁸⁹.
 - De conformidad con lo dispuesto por el Estatuto de los Trabajadores, también se informará a los representantes legales de los trabajadores respectivos de Estrella del Mar | OceanShip afectados por el cambio de titularidad de la empresa de (i) la fecha prevista de 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 trabajadores⁹⁰.

Fase Aprobatoria de la Operación

- **T+5-6 meses (aprobación por la junta general)**
 - Se llevará a cabo la junta general en la que se aprobará el proyecto común de fusión junto con el último balance de ejercicio, siempre que se hubiera cerrado dentro de los seis meses anteriores⁹¹.
 - Los accionistas tendrán un derecho a enajenar sus acciones a cambio de una compensación en efectivo adecuada, y podrán ejercitarlo siempre que hayan votado en contra de la aprobación del proyecto común de fusión.

Solicitudes ante la CNMV y el Registro Mercantil

- **T+7-8 meses (solicitud de dispensa y obtención de certificados)**
 - La familia Machado y/o Estrella del Mar deberá presentar a la CNMV una solicitud de dispensa de llevar a cabo una OPA obligatoria, de conformidad

⁸⁸ LME (CZ-001), Art. 6.

⁸⁹ LME (CZ-001), Art. 7, 46.

⁹⁰ ET (CZ-008), Art. 44.

⁹¹ LME (CZ-001), Arts. 40, 43-44.

con el Artículo 8.g) del RD 1066/2007⁹². La CNMV tendrá un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud, que no resulta exigible una oferta pública, una vez comprobado que se dan los requisitos establecidos arriba⁹³.

- Se formalizará una solicitud para la obtención de un Certificado Previo del Registro Mercantil, la cual vendrá acompañada de la escritura notarial del acuerdo de fusión común y su aprobación por la junta general de accionistas. El Registrador correspondiente hará un control de legalidad y se pronunciará al respecto en un plazo de 3 meses⁹⁴.

Fase Final: Formalización e Inscripción de la Operación

- **T+11 meses (elevación a escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil)**
 - Se llevará el proyecto común con el Certificado Previo del Registro Mercantil competente a un notario para poder llevar a cabo la elevación a escritura pública⁹⁵, y se formalizará la operación con su posterior inscripción en el Registro Mercantil⁹⁶.

Son estas algunas de las consideraciones que hemos hecho con respecto a un posible calendario sobre la operación que nos ha sido comunicada. Quedamos a su disposición para enmendarlo según se necesite al llevar a cabo la operación.

⁹² RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 8.g).

⁹³ RD 1066/2007 (CZ-021), Art. 8.g).

⁹⁴ LME (CZ-001), Art. 90.

⁹⁵ LME (CZ-001), Art. 30, 50.

⁹⁶ LME (CZ-001), Art. 31, 51.

CUARTA .- Con respecto al pacto de accionistas firmado entre las familias Machado y Azcona en 1987 y la notificación de esta última de las acciones legales derivada de la aprobación de la operación de la fusión sin su voto.

El problema que enfrentan Estrella del Mar | OceanShip con respecto al pacto de accionistas de 1987 no debe tomarse a la ligera. Tras haber estudiado el caso a profundidad, hemos de señalar lo siguiente:

- I. El pacto entre accionistas de 1987 fue adoptado válidamente y tiene fuerza vinculante a la luz de los Artículo 1255 y 1258 del CC⁹⁷; y, si bien pudo ser incluido en la escritura y estatutos sociales –siempre que no contradijera a la Ley o a los principios configuradores del tipo social—⁹⁸, se trata de un pacto reservado entre socios y, por tanto, no es oponible a la sociedad⁹⁹.

En este caso, aunque el pacto no haya sido modificado y ninguna modificación estatutaria previa haya tratado la cuestión, su falta de inscripción en el Registro Mercantil podría dificultar su ejecución frente a terceros de buena fe.

- II. Por otro lado, la LSC establece que los acuerdos sociales únicamente pueden impugnarse cuando sean contrarios a la ley, a los estatutos, o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros; especialmente cuando dichos acuerdos se imponen de manera abusiva por la mayoría en detrimento de socios minoritarios¹⁰⁰.

Dado que la fusión fue aprobada sin la concurrencia de la familia Azcona, minoritaria, y existe un conflicto con lo pactado en 1987, la impugnación podría llegar a prosperar inicialmente, siempre que se demuestre que el acuerdo vulnera dicho pacto, o causa perjuicio directo a los derechos de la familia Azcona.

- III. El hecho de que la familia Machado tenga un consejero dominical en OceanShip podría levantar sospecha sobre los deberes de lealtad de éste. En particular, sobre la obligación de abstenerse de participar en la deliberación y votación de acuerdos o decisiones en las que él o una persona vinculada tenga un conflicto de intereses¹⁰¹.

En concreto, aprobar la fusión podría llegar a ser anulable si se prueba que la operación carece de justificación económica para Estrella del Mar y, más bien, se impone por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios minoritarios¹⁰².

⁹⁷ CC (CZ-008), Arts. 1255, 1258.

⁹⁸ LSC (CZ-006), Art. 28.

⁹⁹ LSC (CZ-006), Art. 29.

¹⁰⁰ LSC (CZ-006), Art. 204.

¹⁰¹ LSC (CZ-006), Art. 228.

¹⁰² LSC (CZ-006), Art. 204.

- IV.** En última instancia, la validez de la fusión dependerá de si ya está inscrita en el Registro Mercantil o no¹⁰³. Si se busca impugnar el acuerdo antes de ser inscrito, se cuenta con un año para alegar todo lo que explicamos arriba sobre el detrimento de la minoría a través a la interposición de una demanda de anulación ante el juzgado de lo civil y mercantil competente¹⁰⁴.

No obstante lo anterior, en el momento en que se inscriba el acuerdo, sería mucho más complicado anularlo, en la medida en que se entienden adquiridos conforme a Derecho los derechos que se adquirieran en virtud de acto o contrato que resulte válido con arreglo al contenido del Registro Mercantil¹⁰⁵. Se procedería, pues, a hacer una anotación preventiva de la demanda de impugnación de los acuerdos sociales, siempre que así lo ordene el juez que conoce del caso¹⁰⁶; y se intentaría cancelar los asientos registrales presentando al Registro Mercantil la escritura pública en la que conste que ha alcanzado firmeza la sentencia que hubiera resuelto aquellas reclamaciones¹⁰⁷.

- V.** En todo caso, la familia Azcona podría reclamar por daños y perjuicios a los administradores, por el daño que causen en incumplimiento de los deberes que les son inherentes en su calidad de administradores, y siempre que pueda probar la familia Azcona dolo o culpa¹⁰⁸.

El impacto que tiene la cuestión judicial con la que amenaza la familia Azcona es grave, en tanto tiene como consecuencia principal una posible suspensión o anulación de la operación de fusión, dependiendo de si ya se encuentra inscrita en el Registro o no. Por otro lado, conlleva un impacto económico y operativo significativo, siempre que entorpecería las posibilidades de llevar a cabo la iniciativa; y, finalmente, podría resultar problemática incluso después de inscribir la fusión, tal y como indicamos arriba.

Cuéllar Zurutuza está comprometido con el equipo de Estrella del Mar y confirma su disposición para formular una propuesta de defensa litigiosa en caso de conflicto con la familia Azcona.

¹⁰³ LME (CZ-001), Arts. 50-51.

¹⁰⁴ LSC (CZ-006), Arts. 204-205.

¹⁰⁵ Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil ("RRM") (CZ-025), Art. 8.

¹⁰⁶ RRM (CZ-025), Arts. 155-157.

¹⁰⁷ RRM (CZ-025), Art. 247.

¹⁰⁸ LSC (CZ-006), Art. 236.

ESTRELLA DEL MAR | OCEANSHIP, S.A.

**Elaboración de propuestas de retribución e
implementación de programas de *scrip dividend***

Dictamen Jurídico



Dictamen Jurídico

Antonio Cuéllar Zurutuza

Asociado, Madrid

T: +34 663 492 132

antonio@cuellarzurutuza.com

Agradecemos al equipo de directivos de **Estrella del Mar | OceanShip, S.A.** ("**Estrella Ocean**")¹⁰⁹ por la confianza depositada en nosotros para asesorarles en el análisis e implementación de un esquema retributivo innovador que refuerce la posición de la compañía ante grandes inversores institucionales.

Desde nuestras oficinas en Madrid, proponemos un equipo liderado por Antonio Cuéllar Zurutuza, quien ha estudiado la carrera de Derecho y el Máster de Acceso a la Abogacía y a la Procura con dedicación y esfuerzo, y estimamos que cuenta con los conocimientos para llegar a la correcta resolución de los problemas a los que se enfrentan.

Confirmamos que Cuéllar Zurutuza, S.L.P. ("**Cuéllar Zurutuza**") no tiene conflictos de intereses que le impidan asesorar a Estrella del Mar en el presente asunto.

¹⁰⁹ Salvo por esta abreviatura, se utilizarán todas aquellas que se hayan usado para las dos secciones anteriores, con el propósito de evitar repeticiones.

ANTECEDENTES DE HECHO

Tras la exitosa fusión **Estrella del Mar** | **OceanShip**, el Consejo de esta compañía se ha puesto en contacto con nuestro despacho, con motivo de una posible reforma a las actuales propuestas de retribución para sus accionistas. Tal y como nos lo han hecho saber, el objetivo es atraer a nuevos inversores institucionales a través de la instauración de un esquema de *scrip dividend* que combine la posibilidad de recibir un dividendo en metálico o acciones por un valor equivalente.

De conformidad con ello, desde Cuéllar Zurutuza hemos formulado las siguientes

CONSIDERACIONES

PRIMERA .- Con respecto a la posibilidad de instaurar un programa de *scrip dividend* y los pasos a seguir para hacerlo.

Como adelantamos arriba, el *scrip dividend* es un mecanismo de retribución para los accionistas de una sociedad que permite darles la opción de recibir el dividendo correspondiente, si tienen derecho a ello, a través de la entrega de nuevas acciones en lugar de dinero. Dichas acciones se emiten mediante una ampliación de capital social realizada con cargo a reservas, lo cual permite que los accionistas no tengan que desembolsar dinero de manera adicional y, a su vez, aumenten su participación en la sociedad de manera automática¹¹⁰.

Este sistema tiene una doble finalidad: por un lado, proporciona liquidez a los accionistas, al ofrecerles la opción de monetizar sus derechos en cuanto tales a un precio fijo y garantizado (a través de su venta a la propia compañía), o a un precio variable (mediante la negociación de estos en el mercado de valores); y/o mantiene la solidez financiera de la sociedad, en la medida en que evita una salida de caja inmediata, lo cual puede ser muy útil en momentos de incertidumbre económica o para preservar recursos para futuras inversiones.

Un factor positivo adicional a tomar en cuenta es que este tipo de valores no requieren la elaboración, aprobación y distribución del folleto que debe publicarse cuando se ofertan al público o se admiten a cotización valores en un mercado regulado. Específicamente, en virtud de lo dispuesto por el Artículo 1.5.g) del Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, el folleto no es necesario para aquellas acciones que vayan a ser asignadas gratuitamente a los accionistas, y a los dividendos pagados en forma de acciones de la misma clase que aquellas por las que se pagan los dividendos¹¹¹.

Con esto en mente, procedemos atentamente a presentarles el siguiente

¹¹⁰ BBVA, Diccionario Económico. Extraído de <https://www.bbva.es/diccionario-economico/s/scrip-dividend.html> el 18 dic. 2024.

¹¹¹ Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (“**Reglamento 2017/1129**”) (CZ-024), Art. 1.5.g).

Programa de implementación | *scrip dividend*

Cuestiones Preliminares

Antes de referirnos a los pasos a seguir para la implementación de un programa de *scrip dividend* en Estrella Ocean, consideramos menester señalar que la operación para llevarlo a cabo requiere de un cuidadoso apego a lo establecido por la Ley. En particular, entre otras, deberá respetar las siguientes disposiciones de la LSC:

- **Art. 303:** el aumento de capital se debe hacer con cargo a reservas (disponibles, por prima de emisión de acciones, o a la reserva legal), con base en un balance aprobado por la junta general dentro de los seis meses anteriores al acuerdo de aumento de capital¹¹².
- **Art. 304:** al emitirse nuevas acciones, debe respetarse el derecho de suscripción preferente que tiene cada accionista por el número de acciones que posea¹¹³.
- **Art. 296:** el aumento de capital social con cargo a reservas debe ser aprobado por la junta general con el cumplimiento de los requisitos para la modificación de los estatutos sociales. El valor de cada una de las acciones de la sociedad habrá de estar desembolsado en una cuarta parte como mínimo¹¹⁴.
- **Art. 286:** el órgano de administración, o los socios autores de la propuesta, deberán redactar un texto íntegro de la modificación que proponen y un informe escrito con justificación de la misma.

De conformidad con los usos habituales de algunos de nuestros clientes más selectos, sugerimos incluir en dicha justificación lo siguiente:

De acuerdo con las tendencias en la retribución a los accionistas de otras compañías cotizadas, a los accionistas de Estrella Ocean se les ofrece, en su mejor interés, la opción de recibir nuevas acciones de Estrella Ocean con el tratamiento fiscal de acciones emitidas o recibir íntegramente su retribución en efectivo si así lo desean. E

En este sentido, el objetivo del aumento de capital es ofrecer a todos los accionistas de Estrella Ocean la opción, a su libre elección, de recibir acciones liberadas de nueva emisión o un importe en efectivo mediante la transmisión a la sociedad de los derechos de asignación gratuita que reciben por las acciones que poseen, todo ello en los términos que a continuación se establecen.

Tomando esto en consideración, procedemos a explicar los pasos a seguir para su implementación en Estrella Ocean.

¹¹² LSC (**CZ-006**), Art. 303.

¹¹³ LSC (**CZ-006**), Art. 304.

¹¹⁴ LSC (**CZ-006**), Art. 296.

Procedimiento de Implementación

I. Aprobación Por la Junta General de Accionistas

Es competencia de la Junta General deliberar y acordar sobre el aumento del capital social¹¹⁵. Ésta deberá ser convocada por los administradores de la sociedad junto con la fecha, hora de la reunión, el orden del día en el que figurarán los asuntos a tratar, y el cargo de la persona o personas que realicen la convocatoria¹¹⁶.

En dicha Junta General, se deberá expresar que el aumento de capital con cargo a reservas se hará por un importe determinado (hasta una cantidad máxima); se comunicará el número de acciones nuevas a emitir, el valor nominal de las acciones; y se establecerá un régimen de derechos de asignación gratuita que recibirán los accionistas¹¹⁷. Además, el acuerdo incluirá la opción de recibir el dividendo en efectivo o en acciones, y establecerá con claridad el precio garantizado para los derechos de asignación gratuita.

Como señalamos arriba, se deberán cumplir los requisitos de las modificaciones estatutarias, esto es:

- Los administradores o socios autores de la propuesta redactarán el texto de la modificación y un informe escrito justificándola con carácter previo a la Junta General¹¹⁸;
- También comunicarán a los socios con la debida claridad sobre los extremos que se han de modificar, a través de la página web o en el BORME, y de su derecho de suscripción preferente, así como del texto íntegro de la propuesta y su informe justificativo¹¹⁹;
- Se adoptará el acuerdo por un quórum de constitución reforzado, en donde será necesaria, en primera convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos, el 50% del capital suscrito con derecho de voto, o el 25% en segunda convocatoria¹²⁰; y
- Finalmente, el acuerdo deberá ser elevado a escritura pública e inscrito en Registro Mercantil, en donde se expresará la identidad de las personas a quienes se hayan adjudicado las acciones de nueva emisión, así como la declaración del órgano de administración de que la titularidad de las acciones

¹¹⁵ LSC (**CZ-006**), Arts. 160, 296.

¹¹⁶ LSC (**CZ-006**), Art. 166, 174.

¹¹⁷ Hemos extraído estos puntos a tratar de los programas que utilizan algunos de nuestros clientes, conocidos públicamente, como Repsol, Iberdrola, Talgo y Telefónica.

¹¹⁸ LSC (**CZ-006**), Art. 286

¹¹⁹ LSC (**CZ-006**), Art. 287

¹²⁰ LSC (**CZ-006**), Arts. 288, 194, 201.

nominativas se ha hecho constar en el Libro-registro de acciones nominativas¹²¹.

II. Ejecución del Aumento por el Consejo de Administración

El Consejo deberá posteriormente concretar los aspectos prácticos de la implementación, tales como:

- El número de derechos de asignación gratuitos requeridos para recibir una acción nueva (e.g. en Iberdrola, un accionista con 1.000 acciones en la fecha de referencia, recibirá 1.000 derechos; de los cuales son necesarios 60 para recibir una acción nueva; y donde el importe complementario es de 0,231 euros)¹²².
- El precio de compra garantizado para aquellos accionistas que prefieran la opción en efectivo, en donde cada compañía establece un precio según las variaciones del mercado;
- El calendario del programa de *scrip dividend*, incluyendo fechas claves como el período de negociación de derechos o las distintas comunicaciones del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción; y
- Una publicación del balance aprobado por la Junta General dentro de los seis meses anteriores¹²³.

III. Los derechos de los accionistas

Cada accionista recibirá una acción de nueva emisión de asignación gratuita por cada una de las que existen en su cartera, y éstas serán las que podrán ser canjeadas por acciones nuevas, permitiendo al accionista aumentar su participación sin costos adicionales; o venderse a la sociedad (en efectivo, a precio fijo), o al mercado de valores, según cotice en cada momento determinado.

Finalmente, sólo nos gustaría señalar que la fiscalidad es muy trascendente a la hora de recibir dividendos derivados de un programa de *scrip dividend*. Afortunadamente, para aquellos accionistas que decidan recibir su dividendo en efectivo, el régimen aplicable sería el mismo que para el resto de dividendos ordinarios, esto es, calificaría como rendimiento de capital mobiliario. Por su parte, los que decidan operar en el mercado y monetizar sus acciones, serán gravados a través del IRPF y el IRNR, según corresponda.

Tomando esto en consideración, Estrella Ocean podría contar con un programa de *scrip dividend* ajustado a las últimas tendencias del mercado y, sobre todo, lo suficientemente beneficioso como para atraer la atención de inversiones institucionales.

¹²¹ LSC (CZ-006), Art. 290, 314.

¹²² Iberdrola, "Iberdrola Retribución flexible". Extraído de <https://www.iberdrola.com/accionistas-inversores/accionistas/dividendos-iberdrola-retribucion-flexible/que-es> el 18 Dic. 2024.

¹²³ LSC (CZ-006), Art. 303.

SEGUNDA .- Con relación a la “fórmula” que debería operar por defecto, y a la oposición de la familia Azcona.

De conformidad con lo establecido por el Artículo 276 de la LSC, el momento y la forma de pago debe ser determinado por la Junta General en el **acuerdo de distribución de dividendos**¹²⁴. Es decir, la Junta tiene discrecionalidad para decidir la modalidad del pago, ya sea en efectivo, en acciones o de otro modo. Por lo tanto, si el accionista no comunica una opción dentro del plazo estipulado al efecto, debe entenderse que operará la fórmula por defecto aprobada por la Junta General en el acuerdo del programa de *scrip dividend*.

- Lo que vemos en nuestros clientes es una evolución de su programa de pagos que va de la mano del mercado. Con esto queremos decir que cada seis meses, o sea, cada que la junta general aprueba un balance, según las necesidades económicas de la empresa, se pacta, o no, un determinado acuerdo de distribución de dividendos. Lo normal es que por mucho tiempo se utilice el mismo, pero puede por mayoría cambiar según se necesite.
- Así por ejemplo, en el histórico de la remuneración al accionista de Repsol, de 2014 a 2020 hubo un programa de retribución por dividendo flexible (i.e. *scrip dividend*); sin embargo, esto cambió a partir de 2021, presumiblemente por la crisis económica derivada del COVID-19, en donde la empresa seguramente se vio necesitada de no malgastar sus reservas en aumentar su capital¹²⁵. Es más, ellos mismos indican dentro de su documento de Q&A, al igual que Iberdrola, que al no comunicar nada el accionista, recibirá las acciones que le correspondan conforme a la ecuación determinada en el momento de la ejecución del aumento de capital¹²⁶.

Aún así, es importante tomar en cuenta que si la Junta General no se pronuncia sobre estos particulares, el dividendo es pagadero en el domicilio social a partir del día siguiente al del acuerdo. A falta de jurisprudencia y/o doctrina al respecto, entendemos que esto quiere decir que, en defecto de pacto, el pago se hace en metálico.

Independientemente de la beligerancia de la familia Azcona, si el acuerdo de la Junta General es válidamente adoptado por la mayoría requerida, y siempre que dicho acuerdo así lo exprese, el pago mediante el programa de *scrip dividend* es eficaz y ajustado a Derecho, con lo cual no hay ningún problema en que así lo adopte Estrella Ocean a través de los mecanismos que explicamos en la sección anterior.

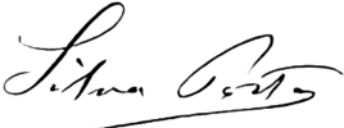
¹²⁴ LSC (CZ-006), Art. 276.

¹²⁵ Repsol. Retribución al Accionista, histórico de la remuneración al accionista. Extraído de <https://www.repsol.com/es/accionistas-inversores/informacion-bursatil/retribucion-al-accionista/index.cshtml> el 18 Dic. 2024.

¹²⁶ Repsol. Preguntas frecuentes. Extraído de <https://www.repsol.com/content/dam/repsol-corporate/es/accionistas-e-inversores/pdf/preguntas-frecuentes-scrip-dividend.pdf> el 18 Dic. 2024. Ver también Iberdrola, Accionistas e Inversores. Extraído de [Preguntas frecuentes del sistema "Iberdrola Retribución Flexible" - Iberdrola](#) el 18 Dic. 2024.

Sin ningún otro particular, les agradecemos nuevamente por la confianza y reiteramos que Cuéllar Zurutuza está a su entera disposición para cualquier aclaración adicional o asistencia que pudieran requerir en relación con este asunto.

En Madrid, a 18 de diciembre de 2024



Antonio Cuéllar Zurutuza
Abogado