



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

**CASO PRÁCTICO PARA EL TRABAJO FIN DE MÁSTER ESPECIALIDAD  
DERECHO DE LA EMPRESA  
CURSO 2024/2025**

Autor: María Magdalena López Palomares

Tutor: Ramón Fernández- Aceytuno

Madrid

Diciembre 2024

# ÍNDICE

<b>PARTE 1</b>	<b>4</b>
<b>1.1. PROCEDIMIENTO SANCIONADOR</b>	<b>4</b>
1.1.1. Potenciales consecuencias adversas de las reuniones	4
1.1.2. Protección contractual en la compraventa: mitigantes y recomendaciones	6
A) Cláusulas de manifestaciones y garantías (representations & warranties)	7
B) Cláusulas de indemnización (indemnities o specific indemnities)	7
C) Cláusulas de ajuste de precio	8
D) Cláusulas de condiciones suspensivas	10
E) Cláusulas de cambio adverso relevante	11
<b>1.2. ESTRUCTURA DE LA EMPRESA</b>	<b>12</b>
1.2.1. Propuesta de reorganización societaria ante el grupo vendedor	12
1.2.2. Estimación razonable de calendario	15
1.2.3. Cautelas y coberturas	16
A) Concesiones administrativas	16
B) Derechos de los trabajadores	17
C) Coberturas en el contrato de compraventa	18
<b>1.3. DUE DILIGENCE</b>	<b>19</b>
1.3.1. Alcance y consecuencias del procedimiento judicial	19
1.3.2. Profesionales en la operación y sus honorarios	20
<b>1.4. COMPROMISO DE NO COMPETENCIA Y NOTIFICACIÓN CNMC</b>	<b>21</b>
1.4.1. Pacto de no competencia	21
A) Proporcionalidad	22
B) Duración del compromiso	22
C) Ámbito geográfico	23
D) Compensación económica	23
E) Validez de la cláusula de no competencia	24
F) Exenciones y conclusiones	24
1.4.2. Notificación a la CNMC y revisión de la operación	26
<b>1.5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES AL CLIENTE</b>	<b>27</b>

<b>PARTE 2</b>	<b>28</b>
<b>2.1. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN</b>	<b>28</b>
2.1.1. ¿Es obligatorio el lanzamiento de la oferta pública de adquisición?	28
2.1.2. Condiciones de articulación de la compraventa	31
2.1.3. Consecuencias de la aprobación del programa de recompra de acciones	32
<b>2.2. FUSIÓN OCEANSHIP- EM</b>	<b>33</b>
2.2.1. Posibilidad de no obligatoriedad de la OPA en la fusión	33
2.2.2. Calendario y principales pasos para realizar la integración	35
A) Fase de preparación	36
B) Fase de decisión	39
C) Fase de ejecución	40
2.2.3. Acciones legales ante la fusión sin el voto de la familia Azcona	41
A) Pacto de accionistas	41
B) Conflicto de interés y justificación económica	42
C) Enriquecimiento y abuso de poder	43
D) Conclusiones, consecuencias y viabilidad de la acción	44
<b>2.3 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES AL CLIENTE</b>	<b>45</b>
<b>PARTE 3</b>	<b>47</b>
<b>3.1. PROCEDIMIENTO DE LOS SCRIP DIVIDENDS</b>	<b>47</b>
<b>3.2. LIMITACIÓN FÓRMULAS POR DEFECTO</b>	<b>50</b>
<b>3.3. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES AL CLIENTE</b>	<b>52</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>54</b>
<b>Leyes y jurisprudencia</b>	<b>54</b>
<b>Doctrina</b>	<b>56</b>
<b>Otros recursos</b>	<b>57</b>

## PARTE 1

### 1.1. PROCEDIMIENTO SANCIONADOR

#### 1.1.1. Potenciales consecuencias adversas de las reuniones

Para abordar las consecuencias de las reuniones realizadas por el jefe de división de Estrella del Mar (“EM” o la “**Matriz**”), es esencial analizar las implicaciones legales desde diversas perspectivas, especialmente en el ámbito del Derecho Mercantil y de la Competencia.

Primero, debemos entender por qué estas reuniones han generado o podrían generar consecuencias. En este sentido, haber organizado reuniones en repetidas ocasiones con sus homólogos en otras cuatro compañías para repartirse las subastas en las que concurrir y maximizar los retornos económicos es claramente una práctica colusoria. Así lo ha determinado la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia (“CNMC”), ya que ha abierto un expediente sancionador por prácticas que podrían considerarse acuerdos colusorios o cárteles, lo que infringe la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (“LDC”) y el artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (“TFUE”) si afectan al comercio intracomunitario.

Como se establece en la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala 1ª), de 22 de junio de 2022 (C-267/2020) y en la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala 2ª) del 16 de febrero de 2023 (C-312/2021), los acuerdos colusorios sobre la fijación e incremento de precios son contrarios a la normativa. Esta situación se refleja en nuestro caso, ya que las rutas afectadas tienen como origen y/o destino los puertos de Bilbao y Coruña, así como las principales plazas portuarias del norte de Europa.

Nos encontramos con cuatro posibles consecuencias adversas para nuestro cliente, enumeradas a continuación.

En primer lugar, las multas, cuya cantidad variará en función de la gravedad de la infracción. De esta forma, podríamos enfrentarnos, en el caso de una infracción leve, a una multa de hasta el 1% del volumen de negocios total mundial de EM en el ejercicio inmediatamente anterior al de la imposición de la multa; en el caso de infracción grave, hasta un 5%; y en el caso de infracciones

muy graves, hasta un 10% (artículo 63 LDC). Además, también podrían enfrentarse a una multa adicional de 60.000 euros, puesto que conforme establece el artículo 63.2 LDC, si el infractor es una persona jurídica, se podrá imponer una multa de hasta esta cantidad a los representantes legales o personas de los órganos directivos que hayan intervenido en la conducta.

En segundo lugar, la nulidad de los acuerdos alcanzados, ya que los acuerdos colusorios o anticompetitivos son nulos de pleno derecho (artículo 1.2 LDC). Por lo tanto, no podremos beneficiarnos del incremento en el valor de la Matriz que se hubiera producido a raíz de estos acuerdos, en tanto que por ser colusorios serán nulos.

En tercer lugar, el grave daño reputacional, ya que este tipo de conductas afecta a la percepción de consumidores y socios, hecho que podría reducir el valor de la sociedad, así como el volumen de negocio. Asimismo, cualquier persona física o jurídica que haya sufrido perjuicio alguno debido a esta infracción tendrá derecho al pleno resarcimiento, por lo que también podríamos enfrentarnos a diferentes demandas por daños de terceros, como competidores, clientes o proveedores, conforme al artículo 72 LDC y la Directiva 2014/104/UE sobre acciones de daños por infracciones del Derecho de la Competencia<sup>1</sup>. Esto supone un verdadero riesgo y tendrá que ser considerado antes de realizar la compraventa, ya que esta podría no ser beneficiosa teniendo en cuenta la cantidad a la que podrían ascender los perjuicios causados.

En cuarto lugar, la 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, declara la prohibición de contratación para las empresas que hayan sido sancionadas con carácter firme por infracción grave en materia de falseamiento de la competencia (artículo 71). Conviene tener presente que esta Ley en su artículo 72 advierte que no se declarará la prohibición de contratar si, durante el trámite de audiencia del procedimiento, la persona afectada acredita haber pagado o asumido el compromiso de pago de las multas e indemnizaciones impuestas por sentencia o resolución administrativa, siempre que haya sido declarada responsable en dichas decisiones. Además, deberá demostrar la adopción de medidas adecuadas, como ajustes técnicos, organizativos y de personal, para prevenir futuras

---

<sup>1</sup> La conocida como Directiva de Daños establece las normas para que las personas perjudicadas por una práctica contraria a la competencia realizada por una empresa puedan obtener el pleno resarcimiento.

infracciones, incluyendo la adhesión a programas de clemencia en casos de falseamiento de la competencia. Por lo tanto, para poder seguir contratando, la Matriz deberá hacerse cargo de las multas si es declarada responsable.

De todo ello podemos concluir que será muy importante cuantificar las personas afectadas por esta infracción y prevenir las posibles demandas a las que podría enfrentarse EM. Asimismo, habremos de estar a la espera de la calificación por parte de la CNMC de la gravedad de la multa, pues variará el tamaño de la sanción y podrá suponer la nulidad de los acuerdos que se han generado mediante estas prácticas, disminuyendo como consecuencia el valor de la compañía. Será necesario también conocer el daño concreto a nivel reputacional, por ejemplo, haciendo un estudio de mercado al respecto de los consumidores y clientes que se podrían perder.

Igualmente, haber realizado este tipo de prácticas, independientemente de que se produzca un cambio de control en la compañía, podría afectar a la hora de obtener concesiones en el futuro o renovar las que ya tiene la Matriz. Todo ello es muy relevante para determinar el exacto valor que tendrá la Matriz y podría suponer un elemento disuasorio para realizar la compraventa o, como poco, afectaría mucho el precio a pagar.

### **1.1.2. Protección contractual en la compraventa: mitigantes y recomendaciones**

Como hemos visto, el procedimiento sancionador de la CNMC tendrá una fuerte repercusión en la formalización del contrato de compraventa, por lo que convendría no solo atemperar el precio a las circunstancias, sino establecer una serie de garantías para que el cliente esté protegido y se minimicen los riesgos de esta operación societaria. En este supuesto cobra especial importancia la realización de una *due diligence*<sup>2</sup> de la que obtengamos un informe donde se identifiquen todas las contingencias de la empresa, se valide la información proporcionada por el vendedor y se provea una base para negociar el precio, los términos del acuerdo y para valorar la solicitud de garantías adicionales. A continuación, se detallan las principales cláusulas contractuales que deberían incluirse.

---

<sup>2</sup> Un proceso de investigación en el que se recopila información para que los vendedores o compradores determinen los riesgos de la operación analizando la situación económica y financiera de la compañía objeto de adquisición.

### *A) Cláusulas de manifestaciones y garantías (representations & warranties)*

Estas cláusulas constituyen una práctica contractual que se suele utilizar en las adquisiciones de empresas y se basan en el informe de *due diligence*. En este sentido, son declaraciones de hechos pasados y futuros que van a ser vinculantes para el vendedor respecto del estado de la empresa para la compraventa, lo que comprende numerosos aspectos: el estado financiero, aspectos relacionados con la titularidad, el estado de los activos, las condiciones de los contratos, las obligaciones legales de la empresa y las reclamaciones en curso, entre otras (Gómez Pomar & Gil Saldaña, 2021).

Estas cláusulas son esenciales para asegurar que, aparte del expediente sancionador en curso, no existen otros elementos ocultos que puedan perjudicar a nuestro cliente en el futuro, así como para regular responsabilidades. De esta manera, nos permiten confiar en la información proporcionada por EM y reclamar una indemnización si se descubre que alguna representación o garantía era falsa o inexacta.

Será fundamental a partir de la *due diligence* establecer las manifestaciones y garantías porque se entiende que los riesgos que no se tratan en ellas serán asumidos por nosotros, lo que supondría un gran daño para el cliente. En este caso específico, será crucial garantizar mediante estas cláusulas que no hay investigaciones o procedimientos pendientes adicionales, así como que la Matriz no ha sido sancionada previamente por infracciones de competencia y que no está involucrada en otras prácticas contrarias al Derecho de la Competencia que no hayan sido reveladas. Junto con la inclusión de estas cláusulas, será necesario incluir un compromiso de responsabilidad por su infracción, de manera que EM se haga cargo de la posible multa, sin que peligre así la concesión del puerto de Santander.

### *B) Cláusulas de indemnización (indemnities o specific indemnities)*

Constituyen un compromiso de responsabilidad en relación con los riesgos que se hubieran identificado previamente en la *due diligence*. En específico, se refiere a riesgos futuros que se tienen en cuenta a la hora de llevar a cabo la compraventa y que, si se materializan, con independencia del régimen pactado en las manifestaciones y garantías, generan un compromiso incondicional y completo de indemnidad (Gómez Pomar & Gil Saldaña, 2021). Será muy

importante incluir esta cláusula para blindar al cliente en el caso de que se materialice alguno de los riesgos percibidos en la *due diligence*.

En relación con la sanción de la CNMC, podríamos proteger al cliente estableciendo cláusulas de indemnización como, por ejemplo, que en caso de reputarse infracción muy grave se haga cargo EM, o que, en caso de encontrar otro procedimiento judicial en curso que acabe resultando en una sanción, la cubra la Matriz. Lo más importante respecto de la posible sanción será, dado que ya se ha identificado una práctica colusoria, incluir una cláusula que obligue a la Matriz a indemnizar a Atlas Capital y Andalusia Harbors por cualquier multa o sanción impuesta como consecuencia del procedimiento sancionador de la CNMC. Además, sería conveniente cubrir las posibles reclamaciones civiles que pudieran surgir a raíz de la infracción de las normas de competencia.

### C) Cláusulas de ajuste de precio

A la hora de llevar a cabo la valoración de la compraventa, puede haber elementos cambiantes o que pueden influenciar el precio, motivo por el cual en los últimos años se han creado métodos alternativos para fijar una cantidad, como pueden ser los mecanismos de caja cerrada (*locked box*) o de cuentas de cierre (*completion accounts*). A través del primer método se puede establecer un precio fijo, pero con restricciones para proteger al comprador por si el valor de la compañía varía hasta la fecha de cierre de la operación. Es decir, con este mecanismo, ambas partes acuerdan el precio final de compra utilizando los estados financieros auditados más recientes de la empresa, y no hay ningún ajuste posterior a la finalización.

Dado que será el vendedor el que gestione la sociedad hasta el cierre de la operación, puede solicitar algún tipo de compensación, como un interés sobre el precio de compra, por el aumento de valor que se produzca durante el periodo de bloqueo (Menges & Frohm, 2022). En todo caso, para protegernos al máximo, será muy importante determinar las actuaciones prohibidas (*leakages*) que darían derecho a indemnización e incluir en el acuerdo de compra de acciones la obligación de que el vendedor indemnice al comprador por cualquier fuga o extracción indebida de valor de la empresa que tenga lugar durante el periodo de *locked box* (Marcos, 2016). De esta manera, en caso de que se materialice alguna circunstancia que disminuya el precio, será el comprador quien se haga cargo, por lo que en este supuesto en el que hay tantos factores de riesgo, puede ser una buena manera de mitigar daños y evitar conflictos futuros (Ravina Martín, 2021).

En el caso de las cuentas de cierre o *completion accounts*, el precio final se va a establecer teniendo en cuenta los estados financieros después de haberse firmado el contrato de compraventa, de manera que mediante estos se establecerá un precio provisional que será posteriormente ajustado tras el cierre. Esta alternativa también puede resultar interesante para poder ajustar de manera más certera el precio ante la incertidumbre que tenemos en este caso (LetsLaw, 2023).

Por lo tanto, respecto de cuál de las dos opciones elegir en este supuesto, depende de varios factores, que simplificamos en la siguiente tabla:

<b>Ámbito</b>	<b>Caja Cerrada</b>	<b>Cuentas de Cierre</b>
<b>Complejidad de la ejecución</b>	Planteamiento más directo: el precio se acuerda por adelantado. Menos costoso y más rápido de ejecutar.	Añade complejidad: precio determinado después de la conclusión. Requiere elaboración de cuentas finales y recursos adicionales.
<b>Fuga de valor</b>	Riesgo de desconexión entre el precio y el valor al cierre. Adecuado para empresas con baja volatilidad.	Menor riesgo de fuga de valor, ya que el precio se ajusta según el valor real en la fecha de cierre.
<b>Exactitud del precio de compra</b>	Menor exactitud: el precio acordado inicialmente no refleja los cambios en el valor de la empresa antes de la conclusión. Sin embargo, sí conocemos el precio de compra desde la firma.	Alta precisión: el precio refleja exactamente el valor de la empresa en el momento del cierre. Sin embargo, se determina tras la finalización.
<b>Riesgo de litigios</b>	Menor riesgo de litigios, ya que no hay ajustes posteriores al precio de compra.	Mayor riesgo de litigios debido a posibles disputas relacionadas con los ajustes posteriores al precio de compra.

*Tabla 1- Diferencias entre el mecanismo de caja cerrada y de cuentas de cierre.*

En este caso, teniendo en cuenta todos estos factores, creemos que por la cantidad de contingencias y elementos que podrían afectar al precio, como veremos en apartados posteriores, será más favorable incluir el mecanismo de cuentas de cierre.

Otra cláusula que podríamos pactar con el vendedor en este caso es el *escrow*, es decir, que el

cliente pague un depósito que se devolverá cuando se solventen una serie de contingencias por el vendedor. De esta manera aseguraremos la operación, pero en caso de que no se cumplan una serie de requisitos por EM, no se materializaría y se devolvería este dinero a nuestro cliente (Borrachero Tamame, 2023).

Otra opción que podríamos contemplar es la inclusión de una cláusula *earn-out*, la cual permitiría acordar, además de un precio fijo, una cuantía variable que el cliente otorgaría a EM según el rendimiento de la empresa una vez que se lleva a cabo la adquisición. Es decir, si se pacta la compraventa por 20 millones de euros, por ejemplo, acordar una cantidad extra de 3 millones de euros si se cumplen determinados objetivos de crecimiento o rentabilidad, como alcanzar un crecimiento anual del 15%.

De este modo, no se comprometería al cliente con una sobre estimación del valor de la empresa, ya que, tan solo si se alcanzan unos límites, se tendría que aportar la cuantía variable (Luis Baños Abogados, 2024). Recomendamos por lo tanto incluir esta cláusula con una duración de 2 años, que nos permita determinar si se ha incrementado el rendimiento y se ha producido un crecimiento real de la empresa tras la operación.

Además, será importante pactar la posibilidad de reajustar el precio en caso de que aparezcan nuevas sanciones o elementos que podrían afectar a la valoración del mismo, como nuevas demandas.

Respecto de la posible pérdida de la concesión, sería poco común que la Administración decidiera finalizar la licencia, si bien cabe la posibilidad de que así sea o de que, en todo caso, no la renueve, hechos que trataremos en apartados posteriores. En todo caso, en tanto que constituye un elemento determinante dentro del contrato, convendría realizar una consulta a la Administración General del Estado para asegurarnos y, además, pactar la posibilidad de ajustar el precio o incluso paralizar el procedimiento en caso de perderse la concesión.

#### *D) Cláusulas de condiciones suspensivas*

Finalmente, a modo de cláusula de cierre, podríamos considerar establecer una condición suspensiva, es decir, supeditar la operación a la resolución de ciertos problemas. En este caso,

sería hacer depender el contrato de un suceso futuro, como podría ser la resolución favorable del expediente sancionador, de manera que el cliente no se vea perjudicado en caso de que se produzcan consecuencias negativas no previstas. El contrato no será efectivo hasta que no se cumpla esta cláusula, aunque obviamente estas condiciones tienen un período de vigencia, que suele ser de entre tres y seis meses. La cláusula se suele incluir para los casos en los que se podría frustrar la operación de compraventa porque dependiera de la autorización de las autoridades de defensa de la competencia.

En nuestro caso, no recomendamos recurrir a esta alternativa salvo que el cliente entienda que el procedimiento sancionador es fundamental para la operación y que, de no obtenerse el resultado pretendido, la compraventa carece de sentido. En todo caso, se podría pactar la posibilidad de renuncia a la cláusula, aunque en la práctica no suele realizarse (Marcos, 2016).

#### *E) Cláusulas de cambio adverso relevante*

Este tipo de cláusulas permiten que el comprador pueda finalizar el contrato y no proceder con la operación. Nos protegerían frente a eventos significativos que pudieran deteriorar la situación de la empresa objeto de adquisición entre la firma del contrato y el cierre. Suelen incluirse como condiciones suspensivas, de manera que, si se produjera el cambio adverso relevante, no se llevaría a cabo la compraventa.

Puede ser interesante incluirla por si se genera un evento imprevisto, puesto que a veces puede transcurrir bastante tiempo entre la firma y el cierre, que puede dar lugar, por ejemplo, a que se materialice la sanción y sea más perjudicial de lo esperado (Marcos, 2016).

En todo caso, en la siguiente tabla podemos ver de manera más visual las diferentes cláusulas mencionadas:

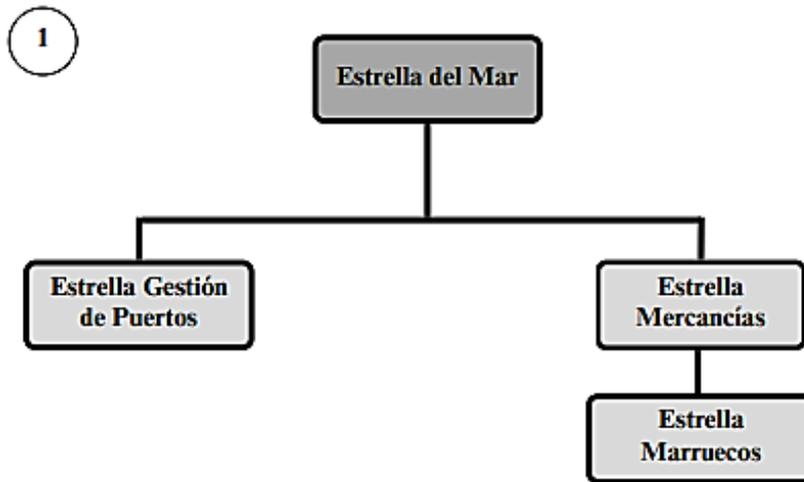
<b>Aspecto</b>	<b>Cambio Adverso Relevante (MAC)</b>	<b>Representaciones y Garantías</b>	<b>Condiciones Suspensivas</b>	<b>Ajuste de Precio</b>	<b>Indemnización</b>
<b>Momento de aplicación</b>	Antes del cierre de la transacción	Desde la firma del contrato y, a veces, después del cierre	Antes del cierre de la transacción	Después del cierre de la transacción	Después del cierre de la transacción
<b>Naturaleza</b>	Condición para cerrar la transacción	Declaraciones sobre el estado actual de la empresa	Eventos o requisitos que deben cumplirse para cerrar	Mecanismo de ajuste basado en métricas acordadas	Provisión para cubrir incumplimientos o pasivos
<b>Protege contra</b>	Cambios negativos significativos (futuros)	Información incorrecta o incompleta (pasada y presente)	Riesgos de cierre si ciertas condiciones no se cumplen	Valor incorrecto de la empresa objetivo	Pérdidas derivadas de inexactitudes o pasivos ocultos
<b>Derecho asociado</b>	Posibilidad de cancelar o renegociar el acuerdo	Reclamar indemnización por incumplimiento	Cancelar o retrasar el cierre	Ajustar el precio final de compra	Reclamación por pérdidas financieras
<b>Ejemplo</b>	Si la empresa pierde la concesión antes del cierre	El vendedor asegura que la empresa no ha llevado a cabo ninguna otra conducta que pueda ser sancionada	Obtención de autorizaciones regulatorias	Ajuste por incremento súbito de la deuda de la empresa	Indemnización por litigios no revelados

Tabla 2- Resumen de las cláusulas para mitigar el daño.

## 1.2. ESTRUCTURA DE LA EMPRESA

### 1.2.1. Propuesta de reorganización societaria ante el grupo vendedor

La parte vendedora presenta una estructura societaria dispersa a lo largo de diferentes empresas, participadas entre sí. En resumidas cuentas, la Matriz presenta la totalidad de participaciones de Estrella Mercancías —y, por ende, de Estrella Marruecos, ya que Estrella Mercancías tiene el 100% de la participación de esta— y de Estrella Gestión de Puertos (“EGP”). La estructura es la siguiente:



*Ilustración 1- Estructura Societaria del grupo.*

Para abordar la reorganización societaria solicitada por el cliente, proponemos una estructura que permita que toda la actividad portuaria de EM, incluyendo las concesiones en los puertos de Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca, quede bajo el control de EGP, para que esta sea el vehículo de adquisición por parte de Atlas Capital, evitando las ventas entre empresas del mismo grupo en la medida de lo posible.

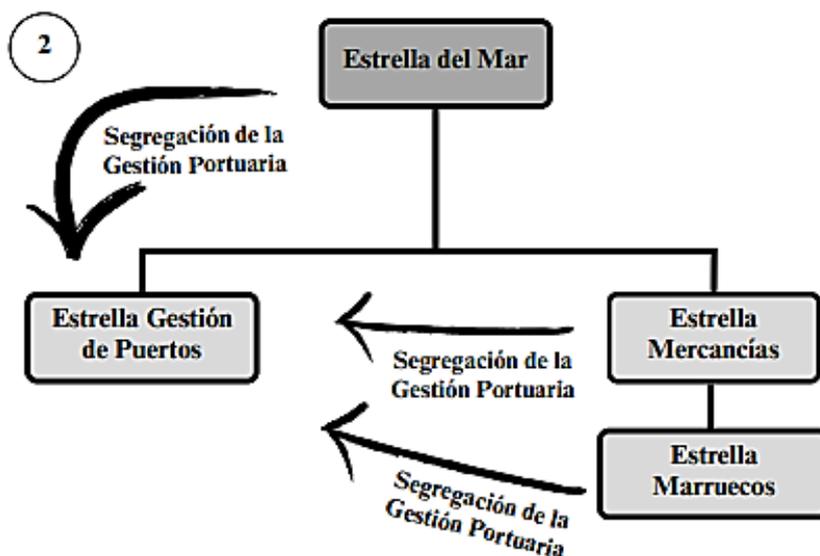
Respecto del traspaso de los activos, podríamos plantearnos realizar tanto una escisión parcial como una segregación, ya que ambas permiten traspasar en bloque una o varias partes del patrimonio de una sociedad a otra, es decir, el traspaso de todo lo relativo a la gestión de puertos a EGP. Sin embargo, habremos de prestar atención a las diferencias entre ambas, que son las que nos llevan a decantarnos por la segregación y no por la escisión. La razón radica en que, a diferencia de lo que ocurre en una escisión, en el caso de la segregación las acciones son recibidas directamente por la sociedad segregada, en lugar de sus socios. Posteriormente, dicha sociedad tendrá la capacidad de transmitir la totalidad de su patrimonio, que es el objetivo que se busca alcanzar más adelante (La Ley, s.f.).

La segregación se encuentra regulada por los artículos 58 y siguientes del 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 (“**RDLME**”).

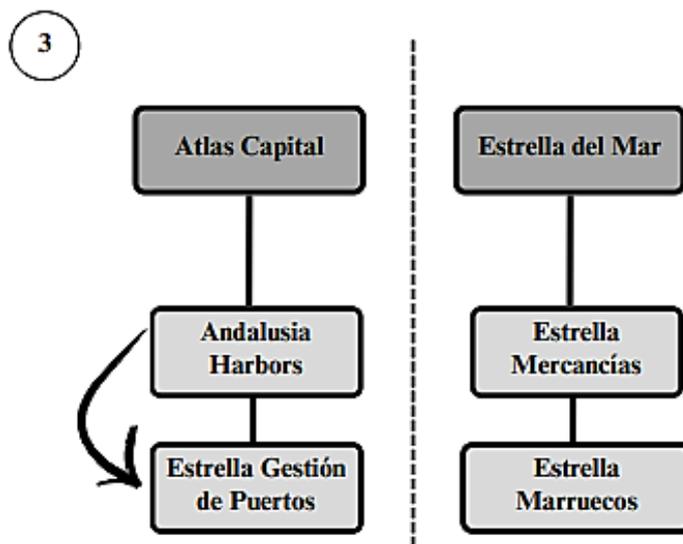
Conforme a estos, la reorganización se llevaría a cabo mediante la separación de todos los activos de gestión de puertos tanto de Estrella Marruecos, como de Estrella Mercancías y de la Matriz a EGP. Incluso, aunque la gestión se lleve a cabo en diferentes sociedades, podría ser posible la segregación directa por EM a EGP conforme a las especialidades que se aplican de las fusiones especiales a la segregación por analogía (artículos 63 y 71 RDLME).

En este sentido, las operaciones de modificación estructural intragrupo se benefician en el sistema español de un régimen especial que les va a permitir simplificar los trámites y reducir así el plazo de ejecución. Por ende, los procedimientos de escisión y segregación podrán aplicar las reglas de las fusiones especiales, herramienta útil para el cliente, que podrá transmitir a EGP la gestión de la unidad de negocio (Vidal-Pardo del Río, 2013). Teniendo en cuenta lo anterior, primero se produciría la segregación de la gestión de puertos vía la Matriz a EGP y como consecuencia nos encontraríamos dos negocios diferenciados: EM con Estrella Mercancías y Estrella Marruecos por un lado y Atlas Capital con Andalusia Harbors, que adquirirían EGP por otro. El esquema de la reorganización societaria sería el siguiente:



*Ilustración 2- Reorganización societaria.*

Una vez ya se ha realizado esta operación, podremos proceder con la adquisición de EGP, ya que se busca fusionarla con Andalusia Harbors. En consecuencia, la estructura final sería la siguiente:



*Ilustración 3- Estructura tras la operación.*

### 1.2.2. Estimación razonable de calendario

Realizar una modificación estructural en una sociedad puede ser un proceso largo, debido a la multitud de trámites a los que se habrá de prestar atención. Conforme a la tipología típica, el proceso de reorganización de una empresa podría llevarse a cabo en unos seis meses aproximadamente, si bien la determinación precisa dependerá de la autorización de las autoridades administrativas y de la cumplimentación de todos los trámites. A ello habría que añadirle un plazo previo para la organización de toda la operación —uno o dos meses para el análisis y el diseño de la misma— y el tiempo de cierre —uno o dos meses adicionales para que se inscriba la operación en el Registro Mercantil y esté todo en orden— (Vidal-Pardo del Río, 2013).

Sin embargo, como hemos mencionado previamente, en este caso hay una simplificación extraordinaria de los trámites. Conforme a ello, la segregación podrá alcanzar su efectividad en el plazo de uno a dos meses desde que se firme el proyecto común. Así, la mayor o menor duración dependerá de la complejidad de la unidad económica que queremos transferir, pero en todo caso, con este procedimiento evitaremos la convocatoria de Juntas Generales y la intervención de auditores y expertos, con lo que el calendario será más breve y fácil de cumplir, ya que no hay riesgo de intervención de terceros (Vidal-Pardo del Río, 2013).

Por lo tanto, las pautas a seguir serían las siguientes: realización del proyecto de segregación (simplificado); elaboración del balance de segregación; aprobación directa por los Consejos de Administración de EGP y las segregadas —sin necesidad de informes ni de Junta General—; y publicidad.

En la actualidad, tras la reforma en materia de modificaciones estructurales a raíz de la transposición de la Directiva 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas, el derecho de oposición de los acreedores ha sido reemplazado por el derecho a obtener las garantías adecuadas, es decir, a que los acreedores cuenten con la información necesaria (Vidal-Pardo del Río, 2013). Este derecho de información de los acreedores se configura en el RDLME.

Finalmente, al plazo de uno o dos meses de la segregación, habremos de añadirle el correspondiente a la fusión por absorción de Andalusia Harbors a EGP.

### **1.2.3. Cautelas y coberturas**

Durante todo el proceso de reorganización, es crucial tener en cuenta una serie de cautelas y aspectos legales para proteger al cliente en el contrato de compraventa y asegurarnos de que todo se hace conforme a Derecho.

#### *A) Concesiones administrativas*

Las concesiones en los puertos de Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca están sujetas a autorizaciones administrativas. Para realizar la transferencia de estas concesiones de una sociedad a otra, será necesaria la autorización previa de las autoridades portuarias competentes. Esto se debe a lo establecido en la Ley 33/2003, del Patrimonio de las Administraciones Públicas, así como a la normativa portuaria, como el 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. (“LPEMM”).

Sin embargo, podemos estar tranquilos ya que, aunque, conforme al artículo 96 e) LPEMM, uno de los motivos por los que se podrá extinguir la concesión es la disolución o extinción de la sociedad, este artículo establece como excepción los supuestos de escisión y fusión. Por lo tanto, con estas operaciones no se producirá la extinción de la concesión.

En todo caso, será fundamental evaluar el riesgo de no mantener estas autorizaciones, por ejemplo, por la revocación debida a las prácticas colusorias, la cual podría afectar significativamente a la operación de compraventa. Otro elemento a tener en cuenta es que recientemente se ha llevado a cabo una reforma del artículo 82.2 LPEMM, en la que se limita el plazo y el número máximo de prórrogas que pueden otorgarse, se incrementa el nivel de inversión al 50% para las prórrogas y se establece como ámbito de aplicación todas las concesiones y expedientes de prórroga del plazo concesional en tramitación cuando desde el 2 de agosto — entrada en vigor esta ley— (Cuatrecasas, 2024).

#### *B) Derechos de los trabajadores*

La reorganización tiene importantes implicaciones para los empleados, cuyos derechos han de respetarse en todo este proceso, manteniendo sus condiciones laborales y antigüedad, conforme al artículo 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. Además, es esencial comunicar esta situación a los representantes de los trabajadores y gestionar adecuadamente cualquier posible reclamación, de manera que se eviten conflictos en la reorganización.

En este caso, la reorganización societaria no puede dar lugar al despido de los trabajadores, ya que se estarían adquiriendo todos los activos y pasivos relativos a la gestión portuaria de las diferentes empresas del grupo, cambiando así la titularidad de esta unidad productiva autónoma. Sin embargo, ello también tiene como consecuencia que únicamente pasarán a formar parte de Atlas Capital los empleados que se dedicaban antes a la gestión portuaria en el grupo. Teniendo en cuenta esto y la legislación laboral, deberemos contratar a todas las personas que se dedicaban a ello, puesto que como nos dice la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 4ª), 510/2021 de 11 de mayo, Rec. 1772/2018 cuando las modificaciones estructurales reguladas en la ley impliquen un cambio en la titularidad de una empresa, un centro de trabajo o una unidad productiva autónoma, se aplicarán las disposiciones del artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores. Este establece que

el cambio de titularidad no extingue las relaciones laborales, y el nuevo titular asume los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior empresario.

### *C) Coberturas en el contrato de compraventa*

Para formalizar el contrato de compraventa de EGP, será necesario incluir cláusulas que aborden los siguientes aspectos:

- **Garantías sobre la obtención de autorizaciones administrativas:** como hemos explicado previamente, existen numerosos factores a tener en cuenta a la hora de otorgar y prorrogar concesiones administrativas. Por ello, en el proceso de *due diligence* habremos de comprobar que se encuentre todo en orden, de manera que no tengamos ningún problema en la obtención por el cliente de las concesiones. Para ello, el vendedor debe garantizar que se han obtenido o se obtendrán las autorizaciones necesarias para la transferencia de las concesiones portuarias. Por ejemplo, podríamos exigir una garantía que asegure la continuidad de las mismas autorizaciones y concesiones tras la compraventa, estableciendo una compensación en caso de incumplimiento.
- **Declaraciones sobre la situación laboral:** otra de las garantías que deberemos incluir para proteger al cliente, será una declaración por parte del vendedor de que todos los trabajadores transferidos a EGP cumplen con las normativas laborales aplicables y que no existen conflictos o reclamaciones pendientes.
- **Revisión de las contingencias:** es importante incluir una cláusula que cubra cualquier contingencia no revelada relacionada con la gestión portuaria. Como hemos mencionado anteriormente, existen varios mecanismos que podemos incorporar para proteger al cliente en la compraventa, poniendo especial énfasis en este caso en la reorganización. Para evitar imprevistos, sería recomendable incluir una cláusula de manifestaciones y garantías. No obstante, lo más importante será establecer cláusulas de indemnización que obliguen a la Matriz a asumir los riesgos derivados del proceso de reorganización, como posibles retrasos en las gestiones que puedan aplazar la operación. Asimismo, será crucial incorporar cláusulas de cambio adverso relevante que nos protejan frente a un posible deterioro de la empresa entre la firma y el cierre. Por último, como se ha mencionado

anteriormente, es aconsejable fijar el precio mediante el mecanismo de cuentas de cierre (Marcos, 2016).

En conclusión, la reorganización propuesta permitirá a EGP centralizar toda la actividad portuaria del grupo, lo que facilitará la operación de compraventa con Atlas Capital. En cuanto al calendario solicitado por el cliente, aunque es importante considerar que diversas acciones podrían retrasar el procedimiento, estimamos que la reorganización intragrupo podría completarse en aproximadamente dos meses, dado su carácter interno. Sin embargo, a este plazo debe sumarse el tiempo necesario para que el cliente adquiera EGP, lo que añadiría al menos otros seis meses al proceso (Vidal- Pardo del Río, 2013).

### 1.3. DUE DILIGENCE

#### **1.3.1. Alcance y consecuencias del procedimiento judicial**

La aparición de este procedimiento judicial conlleva importantes implicaciones legales y financieras, por lo que una *due diligence* exhaustiva resulta imprescindible. Este análisis legal será clave tanto para negociar el precio como para que el cliente decida si procede o no con la compraventa ante posibles riesgos (Marcos, 2016).

Es esencial analizar el impacto de la responsabilidad civil en esta operación. Dado que el daño reclamado está relacionado con la actividad estibadora de la Matriz y la grúa de EM forma parte de los activos incluidos en la compraventa, el procedimiento judicial podría afectar a la operación. Por lo tanto, existe el riesgo de que EGP herede esta responsabilidad legal, lo que podría reducir el valor de la transacción. En todo caso, debemos contemplar dos posibles escenarios en el procedimiento judicial, cada uno con diferentes consecuencias:

En caso de una resolución desfavorable, si el fallo ocurre antes de la compraventa —lo cual es poco probable— o si no se produce una transmisión de responsabilidad, la Matriz deberá asumir el pago de los 36.000 euros, además de los posibles intereses y costas procesales. Este pasivo impactará en la valoración de la empresa y podría influir en el precio que el cliente deberá pagar. En cambio, si hay transmisión de responsabilidad, EGP será quien asuma dicho pago. Para reducir

costes, se recomienda que EM o EGP consideren llegar a un acuerdo extrajudicial con Generali, aunque esta decisión deberá ser tomada por el vendedor. Por otro lado, si la resolución es favorable y el tribunal falla a favor del vendedor, el impacto en la operación será mínimo y no generará complicaciones adicionales.

Finalmente, es recomendable incluir una cláusula de indemnización que garantice que cualquier responsabilidad derivada del procedimiento judicial será asumida por EM, eximiendo al cliente de dicha responsabilidad. Además, es importante verificar si los daños reclamados están cubiertos por el seguro de responsabilidad civil de la Matriz, lo que podría reducir el impacto para el cliente. Otra opción sería incorporar una condición suspensiva que haga depender la compraventa de una resolución favorable del procedimiento judicial en curso, aunque esto podría retrasar la operación, ya que el proceso judicial puede durar mucho tiempo y, si el resultado es negativo, la espera habría sido innecesaria. Por ello, lo más adecuado sería que, a través de la cláusula de indemnización, el vendedor asuma la responsabilidad o se reduzca el precio de la compraventa.

### **1.3.2. Profesionales en la operación y sus honorarios**

Los profesionales que deberán intervenir en este proceso incluyen abogados, peritos, auditores y consultores, y cada uno desempeñará un papel clave. A continuación, explicaremos en más profundidad el papel de cada uno.

Para empezar, se necesitarán abogados especializados en Derecho Mercantil y Procesal Civil. Lo ideal es contratar un despacho que ofrezca ambas especialidades. Los abogados procesalistas se encargarán de evaluar el impacto legal del procedimiento, negociar un acuerdo extrajudicial con Generali y asegurar la inclusión de las coberturas necesarias. Su experiencia en Derecho Procesal será fundamental para gestionar el procedimiento judicial y prevenir posibles problemas. Los abogados mercantilistas, por su parte, se enfocarán en identificar posibles riesgos del vendedor y en incluir las garantías correspondientes en el contrato para proteger al cliente.

En segundo lugar, será necesario contratar un perito técnico para evaluar los daños de la grúa pórtico y determinar la validez de la reclamación de Generali. Este informe también podría utilizarse como prueba en el procedimiento judicial para proteger a EM.

En tercer lugar, los auditores y consultores financieros evaluarán el impacto económico del procedimiento en la compraventa, ayudando a determinar si el valor de la transacción se reducirá.

En cuanto a la valoración de los honorarios de los profesionales mencionados, estos pueden variar según la cantidad de horas que sean necesarias por su parte para realizar el trabajo, la complejidad del caso y del procedimiento judicial, su duración y el prestigio y experiencia del personal contratado. Sin embargo, con carácter general podríamos hacer una estimación aproximada de los costes, que será la siguiente:

Los honorarios de los abogados suelen oscilar entre 150 y 300 euros por hora. Sin embargo, estos costos pueden variar según el desarrollo del procedimiento. Por ejemplo, una condena en primera instancia sin recursos será más barata que si se agotan los recursos, y en caso de condena en costas, los costes aumentarán. Por lo tanto, la estimación total podría ir de 10.000 a 30.000 euros, dependiendo de varios factores.

Los honorarios de los peritos dependerán de la naturaleza del trabajo, la complejidad del caso y el tiempo requerido. Para un peritaje judicial de daños patrimoniales, el costo puede variar entre 500 y 3.000 euros (Consultoria y Peritaciones C&P, 2019).

En cuanto a los auditores y consultores, sus tarifas también dependerán del tipo de servicio requerido y de la experiencia de la firma contratada. Los costos totales para contratar ambos servicios pueden oscilar entre 10.000 y 20.000 euros, dependiendo de la magnitud del análisis y la consultora elegida (VASIEDDMAKK Consulting, 2021).

## 1.4. COMPROMISO DE NO COMPETENCIA Y NOTIFICACIÓN CNMC

### 1.4.1. Pacto de no competencia

La solicitud del compromiso de no competencia de cinco años en toda la región del mediterráneo, planteada por el cliente, debe tener en cuenta diversos aspectos legales fundamentales. Aunque

esta medida parece razonable para proteger los intereses del cliente, ya que limita las acciones del vendedor, debe estar debidamente justificada y alineada con la legislación aplicable.

Es común que se exija este tipo de compromiso en la compraventa de una empresa, ya que el comprador busca no solo adquirir los activos, sino también el nicho de mercado que la empresa posee para obtener beneficios. En este contexto, si el vendedor sigue operando en el mismo nicho con los activos restantes, esto iría en contra de los intereses del comprador. De hecho, en una operación de compraventa, el precio no solo cubre los activos materiales, sino también la capacidad de estos activos para generar valor a futuro.

Respecto de la normativa, el TFUE y la legislación sobre competencia no ofrecen directrices claras sobre este tipo de cláusulas, sino que los requisitos se establecen a través de la jurisprudencia. En términos generales, las restricciones de no competencia deben cumplir con las siguientes condiciones: proporcionalidad, duración limitada, existencia de un interés comercial o industrial legítimo y una compensación económica adecuada para la parte restringida (Martínez Pérez, 2024).

#### *A) Proporcionalidad*

En primer lugar, la cláusula de no competencia debe ser proporcional a los fines de la operación, lo que implica que su duración, el alcance geográfico y el objeto de la restricción deben ser razonables. Si la restricción es demasiado amplia, podría considerarse contraria a las normativas de competencia. Así lo confirma el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (“TJUE”) en el caso Remia BV (C-42/84), que establece que las restricciones deben estar justificadas por el interés comercial y ser proporcionales al objetivo de la operación.

#### *B) Duración del compromiso*

En cuanto a la duración, la jurisprudencia no establece un plazo fijo, pero se suele aplicar por analogía con los contratos, considerando un período de dos años o, en algunos casos, un máximo de tres años, como se menciona en la Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000 (caso Clayton Dubilier & Rise/Italtel). Sin embargo, la jurisprudencia mayoritaria establece que la duración no debe superar los dos años, lo que podría dificultar la aprobación de una

restricción de cinco años (Navas Mir, 2022). A pesar de esto, en situaciones justificadas, donde la protección del comprador y el negocio adquirido sea esencial, se podrían aceptar plazos más largos. En este caso, sería crucial argumentar que el plazo de cinco años es necesario para proteger adecuadamente la operación y garantizar que el vendedor no aproveche el conocimiento del mercado y los clientes obtenidos durante la venta.

Así, la Comisión Europea y la CNMC consideran el período de dos a tres años razonable cuando hablamos de una venta de activos —como por ejemplo concesiones portuarias o instalaciones— y de hasta cinco años cuando se incluye la cesión de *know-how* o derechos de propiedad intelectual. Esta corriente nos permitiría pactar la no competencia durante un mayor plazo, argumentando que será fundamental para consolidar la posición del cliente en el mercado. A este respecto, será necesario un plazo mayor porque con la operación de compraventa el cliente se estará haciendo cargo de un negocio en el que la competencia del antiguo vendedor —que, a pesar de no tener los activos, ya conoce cómo funciona todo— podría socavar el objetivo de la compraventa.

### *C) Ámbito geográfico*

Otro factor importante es el alcance geográfico de la cláusula, ya que el cliente solicita que sea válida para toda la región del mediterráneo. Para que esta restricción esté justificada, debe ser razonable y estar directamente relacionada con el área en la que el negocio opera. En este sentido, si la matriz de la empresa operaba en varios países de Europa (incluida España) y Marruecos, sería posible justificar la restricción en estos territorios. Aunque aplicar la cláusula a toda la zona mediterránea podría ser difícil de defender, es razonable limitarla a las regiones específicas en las que la empresa tiene intereses económicos.

### *D) Compensación económica*

Un aspecto esencial de la cláusula de no competencia es la compensación económica que se debe ofrecer al vendedor. Aunque en el ámbito laboral entre empresa y trabajador se exige una compensación cuando se establece una restricción, esta condición también se aplica a las cláusulas de no competencia en compraventas, tal como establece la jurisprudencia. La compensación debe ser adecuada y proporcional a la restricción impuesta, teniendo en cuenta las circunstancias

específicas de cada caso.

#### *E) Validez de la cláusula de no competencia*

En términos generales, la validez de las cláusulas de no competencia depende de su compatibilidad con la legislación de la competencia, ya que, si su aplicación afecta significativamente al mercado relevante, podrían ser declaradas nulas. Sin embargo, el Tribunal Supremo (Sala 1ª), en su Sentencia 302/2012 de 18 de mayo, Rec. 1153/2009, ha señalado que estas cláusulas no tienen como objetivo restringir la competencia de manera general, sino que son inherentes al contrato principal. La Sentencia concluye que, si las cláusulas de no competencia son accesorias y justificadas por el objeto principal del contrato, como ocurre en la transmisión de empresas, su validez está garantizada.

El Tribunal Supremo también afirmó en la Sentencia mencionada que estas restricciones pueden ser "*procompetitivas a medio y largo plazo*", ya que permiten que el vendedor regrese al mercado tras un tiempo pactado, mientras que el comprador puede consolidar su posición en el mercado. Esta perspectiva fue igualmente adoptada por el TJUE en el caso *Remia*, que indicó que las cláusulas de no competencia pueden ser procompetitivas si son necesarias para la transmisión de la empresa y su duración y alcance están estrictamente limitados a este objetivo (Alfaro, Águila-Real, 2012).

Por lo tanto, tales cláusulas pueden incrementar el valor de la empresa, ya que el comprador estaría dispuesto a pagar más por la seguridad de adquirir el negocio sin el riesgo de una competencia inmediata por parte del vendedor. Este argumento podremos utilizarlo a nuestro favor, ya que para garantizar que el vendedor no compita con el comprador durante un tiempo, el cliente estaría dispuesto a pagar un precio más alto con el fin de asegurarse el control total del negocio sin riesgos futuros de competencia.

#### *F) Exenciones y conclusiones*

A pesar de que las cláusulas de no competencia pueden ser consideradas una restricción de la competencia, no siempre deben calificarse como ilícitas. Si la cláusula cumple con los requisitos

establecidos en los artículos 1.3. LDC<sup>3</sup> y 101.3 TFUE<sup>4</sup>, puede beneficiarse de exenciones. Aunque nos faltan datos para conocer si cumplimos las condiciones, puede ser útil tener en cuenta esta posibilidad para, si se cumplen, beneficiarnos de la exención.

Además, si las partes involucradas tienen una cuota de mercado conjunta inferior al 10% en el mercado relevante, podría aplicarse la regla de *minimis*, excluyendo la aplicación de la prohibición general de restricciones de competencia. Así, la cláusula de no competencia será considerada legal siempre que no se trate de una práctica comercial restringida grave o *hardcore restriction* (Maldonado, 2013). En nuestro caso, no sabemos la cuota de mercado, motivo por el que puede ser interesante invocar esta exención por si pudiéramos aplicarla.

Finalmente, el Tribunal Supremo ha admitido la validez de las cláusulas de no competencia, considerándolas justificadas cuando son necesarias para cumplir con los fines del contrato. En este sentido, se ha establecido que estas cláusulas no contravienen la libre competencia si su objetivo es proteger al concedente de que el distribuidor explote de manera indebida el conocimiento y la tecnología adquirida durante el contrato, como se señala la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1ª), 899/2007 de 31 de julio, Rec. 3235/2000.

En resumen, la cláusula de no competencia en la compraventa de una empresa debe cumplir con

---

<sup>3</sup> “La prohibición del apartado 1 no se aplicará a los acuerdos, decisiones, recomendaciones y prácticas que contribuyan a mejorar la producción o la comercialización y distribución de bienes y servicios o a promover el progreso técnico o económico, sin que sea necesaria decisión previa alguna a tal efecto, siempre que: a) Permitan a los consumidores o usuarios participar de forma equitativa de sus ventajas. b) No impongan a las empresas interesadas restricciones que no sean indispensables para la consecución de aquellos objetivos, y c) No consientan a las empresas partícipes la posibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos o servicios contemplados”.

<sup>4</sup> “No obstante, las disposiciones del apartado 1 podrán ser declaradas inaplicables a: — cualquier acuerdo o categoría de acuerdos entre empresas, — cualquier decisión o categoría de decisiones de asociaciones de empresas, C 83/88 Diario Oficial de la Unión Europea 30.3.2010 ES — cualquier práctica concertada o categoría de prácticas concertadas, que contribuyan a mejorar la producción o la distribución de los productos o a fomentar el progreso técnico o económico, y reserven al mismo tiempo a los usuarios una participación equitativa en el beneficio resultante, y sin que: a) impongan a las empresas interesadas restricciones que no sean indispensables para alcanzar tales objetivos; b) ofrezcan a dichas empresas la posibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos de que se trate”.

ciertos requisitos para ser válida: proporcionalidad en su duración, alcance geográfico y compensación económica. Si no se cumplen estas condiciones, existe el riesgo de que la Comisión Europea o la CNMC anulen la cláusula, lo que pondría en peligro los intereses del cliente. Por lo tanto, es necesario justificar adecuadamente la duración de cinco años, proporcionar pruebas suficientes sobre la necesidad de esta restricción y ofrecer una compensación adecuada para garantizar la legalidad de la cláusula. Solo de esta forma se podrá proteger al cliente frente a la competencia y asegurar que la compraventa conserve su valor.

#### **1.4.2. Notificación a la CNMC y revisión de la operación**

En todo este procedimiento de compraventa, será probable que sea necesaria la notificación a la CNMC, ya que en virtud del artículo 8 LDC, la compraventa y la fusión de empresas podrían dar lugar a una concentración económica. Este establece que una operación ha de ser notificada a la CNMC cuando:

- La operación dé lugar a la adquisición o aumento de una cuota de mercado igual o superior al 30% en el mercado relevante en España (o una parte sustancial de él, como podría ser el mercado de gestión portuaria en la región del mediterráneo).
- El volumen de negocios conjunto de las partes en España en el último ejercicio superase los 240 millones de euros, siempre que al menos dos de las partes implicadas tuvieran un volumen de negocios individual de al menos 60 millones de euros en España.

Aunque no tenemos los datos exactos para poder determinar si se llega a los umbrales, en caso de alcanzarlos no podrá materializarse la operación hasta que se notifique —previamente a la ejecución— a la CNMC y haya autorización expresa o tácita. Por ello, es importante tener en cuenta esta información para saber los pasos a seguir, ya que, de lo contrario, podremos enfrentarnos a sanciones. Sin embargo, si no se llega a esos umbrales, en principio no habría necesidad de notificar.

Uno de los aspectos que la CNMC revisará al otorgar la autorización será el pacto de no competencia, evaluando su justificación y razonabilidad, conforme a la Guía de la CNMC sobre

Restricciones Directamente Relacionadas y Necesarias. En este sentido, la CNMC analizará lo siguiente: si la cláusula es necesaria para proteger el objeto de la operación; si la duración está suficientemente justificada para salvaguardar los intereses del comprador, teniendo en cuenta la complejidad del negocio; y si el ámbito geográfico es proporcional al área de actuación de la empresa vendedora, o si resulta excesivo. En caso de considerarla excesiva o no suficientemente justificada, la CNMC podría declarar la cláusula nula, o, en el mejor de los casos, limitarla, por considerarla contraria al artículo 1 LDC, que prohíbe *"todo acuerdo, decisión o recomendación colectiva, o práctica concertada o conscientemente paralela que produzca o pueda producir el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia en los mercados"*.

#### 1.5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES AL CLIENTE

En conclusión, es fundamental tener en cuenta los riesgos legales y económicos asociados con las reuniones colusorias, que podrían generar multas, nulidad de acuerdos, daños reputacionales, demandas civiles y alteraciones en el precio de adquisición. Por ello, recomendamos realizar una *due diligence* exhaustiva que analice todos los aspectos legales relevantes en la compraventa, poniendo especial atención a las posibles sanciones y sus consecuencias negativas. Además, sugerimos incluir cláusulas contractuales, como manifestaciones y garantías, indemnizaciones, ajustes de precio y condiciones suspensivas, para mitigar los riesgos y proteger al comprador.

En cuanto a la estructura empresarial, es aconsejable proceder con la segregación de las sociedades a favor de EGP, proceso que podría tardar unos seis meses. También debemos asegurar que las concesiones administrativas y la situación laboral de los trabajadores estén correctamente gestionadas, y que se establezcan las coberturas necesarias.

Respecto del procedimiento judicial, este podría impactar directamente en el cliente, afectando su responsabilidad legal y reduciendo el valor de la compraventa. Por tanto, se recomienda blindar al cliente mediante cláusulas suspensivas o de indemnización en caso de una resolución desfavorable. Dado el nivel de especialización necesario, se deberá contar con un equipo de profesionales compuesto por abogados mercantiles y procesales, peritos técnicos, auditores y consultores, con unos honorarios estimados entre 25.000 y 35.000 euros.

En relación con el pacto de no competencia, es crucial justificar el interés comercial o industrial de la cláusula, ofrecer una compensación económica adecuada y aportar pruebas que respalden la necesidad de que el pacto sea de cinco años y se aplique a las regiones específicas. Además, es necesario notificar a la CNMC la concentración si se superan los umbrales establecidos, de lo contrario, se corre el riesgo de sanciones y nulidad de la operación.

Por todo lo anterior, se recomienda al cliente en primer lugar, redactar la cláusula de no competencia de forma clara y justificada, limitándola a las áreas relevantes donde la Matriz opera, como el sur de Europa, los puertos del mediterráneo occidental y el norte de África, en lugar de incluir toda la región del mediterráneo. En segundo lugar, justificar la necesidad de un período de cinco años para la cláusula de no competencia, a pesar de que la jurisprudencia generalmente establece un plazo de dos años. Esto debe fundamentarse en la transferencia de una parte significativa del negocio, incluyendo conocimientos específicos (*know-how*), que requieren más tiempo para ser plenamente integrados por el comprador. Con una adecuada preparación y asesoría, es probable que la CNMC apruebe la cláusula sin objeciones.

## PARTE 2

### 2.1. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

#### 2.1.1. ¿Es obligatorio el lanzamiento de la oferta pública de adquisición?

La regulación aplicable en España para la oferta pública de adquisición de acciones se encuentra recogida en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante “**RDROPAV**”), junto con el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

La regla general es que una sociedad va a estar obligada a lanzar una oferta pública de adquisición (“**OPA**”) cuando alcance el control de la sociedad afectada, norma que se establece para proteger a los accionistas minoritarios. En el caso planteado, hablamos de una operación por la que EM adquiriría una participación minoritaria del 29,7% en OceanShip, por lo que, aunque en principio

no debería ser obligatorio lanzar una OPA bajo la normativa española, debido a las circunstancias del caso, sí lo será.

Conforme al artículo 3 RDROPAV, la oferta será obligatoria cuando se alcanza el control en una sociedad cotizada, lo que nos lleva a analizar qué podemos entender por alcanzar el control. Según lo establecido en la normativa, la adquisición de control sobre una sociedad puede realizarse de diversas formas, como a través de la compra de acciones u otros valores que otorguen derechos de voto, mediante pactos parasociales con otros accionistas, o como resultado de situaciones de toma de control indirectas o sobrevenidas.

De acuerdo con el artículo 7 del RDROPAV, es obligatorio formular una oferta pública de adquisición en aquellos casos en que, como resultado de una fusión o toma de control, se alcance en una sociedad cotizada el porcentaje de derechos de voto indicado en el artículo 4. Este último establece que la toma de control se produce cuando se obtiene, directa o indirectamente, al menos un 30% de los derechos de voto, o cuando, con un porcentaje inferior, se designen en los 24 meses siguientes a la adquisición consejeros que representen más de la mitad del órgano de administración de la sociedad.

De todo lo anterior podemos extraer las siguientes conclusiones. En primer lugar, la toma de control puede realizarse adquiriendo valores que confieran derechos de voto, mediante pactos parasociales o como consecuencia de una fusión. Va a ser obligatoria únicamente cuando como consecuencia de esta fusión o toma de control se alcance el porcentaje de votos requeridos en el RDROPAV. Finalmente, la toma de control se produce cuando se adquiera el 30% o más de los derechos de voto o cuando se adquiera menos, pero el inversor tenga el control de facto de la sociedad porque pueda designar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración (Córdoba Bueno, 2024).

En este caso, EM busca adquirir una participación del 29,7% en OceanShip. Esta cantidad, si bien es cercana al umbral del 30% que comentábamos, no lo alcanza, por lo que en principio no sería necesario lanzar una OPA. Sin embargo, conforme a los artículos 4 y 5 del RDROPAV, para determinar si se alcanza el umbral del 30%, se deben tener en cuenta no solo las participaciones directas, sino también las indirectas y las que estén bajo el control de personas concertadas o sociedades del mismo grupo. En este caso, si sumamos la participación que querría adquirir la

Matriz (29,7%) y la participación indirecta que ya tiene la familia Machado (3,5%), la participación conjunta en OceanShip sería del 33,2%, superando el umbral del 30% y obligando al cliente a lanzar una OPA obligatoria.

Dado que será obligatorio lanzar una OPA para adquirir el porcentaje previsto, explicaremos cómo podríamos evitarlo.

La primera opción y la forma más sencilla de evitar la OPA será adquirir un porcentaje menor, de manera que no se supere el umbral del 30%. Esto implicaría que la participación adquirida podría ser un máximo de 26.4%, ya que esto sumado al porcentaje que ya ostenta la familia Machado nos daría un porcentaje del 29,9% y la ley entiende que hay toma de control cuando el porcentaje es igual o superior al 30%. Esta opción obviamente no será la ideal, puesto que supondría renunciar a un porcentaje del control que queremos adquirir.

Sin embargo, el RDROPAV establece mecanismos adicionales para evitar que los compradores que con la compra de acciones producirían la toma de control tengan que formular la OPA —que puede ser un proceso largo e incierto—. Estos casos excepcionales suelen estar motivados por el interés público o por circunstancias que eliminan la necesidad de proteger los intereses particulares de los accionistas a los que la oferta pública de adquisición busca resguardar, según lo señala de Cárdenas Smith (s.f.).

En este sentido, no será obligatoria la formulación de una OPA en una serie de supuestos, de entre los cuales no nos serán aplicables los siguientes: adquisiciones realizadas por entidades públicas en cumplimiento de sus funciones (como el Fondo de Garantía de Depósitos), adquisiciones bajo la Ley de Expropiación Forzosa y conversiones de créditos en acciones para rescatar financieramente sociedades en peligro grave; cuando el control se obtiene tras una OPA voluntaria sobre la totalidad de los valores, siempre que la oferta haya sido aceptada por al menos el 50% de los accionistas destinatarios, excluyendo los ya vinculados al oferente o si se ha realizado a un precio equitativo; y adquisiciones gratuitas (por donación o herencia) sin acuerdos previos. En todas estas situaciones, las condiciones específicas no se cumplen en este caso.

No obstante, sí podríamos considerar las siguientes exenciones: que todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden de forma unánime la venta, permuta o renuncia a sus derechos sobre

las acciones; o, en casos de fusión, que obtengamos el control de la sociedad resultante sin haber votado a favor de dicha fusión y siempre que se demuestre que la operación tiene un propósito industrial o empresarial, y no la simple adquisición del control —excepción en la que profundizaremos en apartados posteriores— (artículo 8 RDROPAV).

Además, el catálogo del artículo 8 RDROPAV no es completo, pudiendo encontrar en el mismo RDROPAV otros supuestos donde se exime al adquirente de la OPA obligatoria. De acuerdo con lo señalado por de Cárdenas Smith (s.f.), se contemplan situaciones en las que puede aplicarse una dispensa por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”), como por ejemplo cuando otro accionista posee un porcentaje de votos igual o superior al del obligado a formular la oferta o cuando hay una mera redistribución de derechos de voto.

### **2.1.2. Condiciones de articulación de la compraventa**

Si no fuera posible evitar formular la OPA, se deberá seguir el procedimiento contenido en los artículos 16 y siguientes del RDROPAV. El procedimiento para formular una OPA conforme a la normativa española implica varias etapas, que se estructuran en torno a la publicidad, el contenido y la autorización de la oferta. Según el artículo 16 RDROPAV, el proceso comienza con el anuncio de la oferta, el cual debe publicarse con carácter previo a su autorización.

El anuncio debe proporcionar información esencial sobre la oferta, los valores afectados y el oferente, asegurando así la transparencia de la operación. Además, deberá realizarse tan pronto como se tome la decisión de presentar una oferta o cuando se configuren los hechos que obliguen a hacerlo. Respecto del porcentaje de la compraventa, no existen limitaciones, ya que el RDROPAV establece que quedará obligado a formular una OPA quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya sea mediante los pactos parasociales, la adquisición de acciones que confieran derechos de voto o como consecuencia de una toma de control<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Como se ha explicado previamente, mediante un porcentaje de votos igual o superior al 30% o inferior cuando dentro de los 24 meses posteriores a esta reducción, designa un número de consejeros que, sumados a los que ya hubiera nombrado, representan más de la mitad del órgano de administración de la sociedad, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6 del RDROPAV.

A continuación, el oferente debe presentar un folleto explicativo detallado, tal como señala el artículo 18 RDROPAV. Este folleto, que debe ser redactado de forma clara y firmado por un representante con suficiente autoridad, contiene toda la información necesaria para que los accionistas puedan evaluar adecuadamente la oferta. Además, debe incluir cualquier dato adicional relevante que facilite su análisis y comprensión, permitiendo a los destinatarios formarse un juicio fundado. La CNMV puede requerir información adicional o advertencias, así como eximir al oferente de incluir ciertos datos que no estén disponibles y que no afecten a la esencia de la oferta.

Por último, el folleto debe estar acompañado de documentación complementaria que acredite la viabilidad y legitimidad de la oferta, como garantías financieras, valoraciones de precio e informes de auditoría, según lo indicado en los artículos 20 y 21 RDROPAV. Una vez revisada la documentación, la CNMV autoriza o deniega la oferta en un plazo establecido, pudiendo adaptar requisitos si la operación involucra mercados extranjeros. Una vez autorizada, la oferta debe difundirse adecuadamente para garantizar que el mercado, y en particular los accionistas de la sociedad afectada estén debidamente informados. Además, es esencial mantener informados a los trabajadores tanto del oferente como de la sociedad objeto de la oferta durante todo el proceso.

El oferente debe conceder un plazo determinado para que los accionistas decidan si aceptan la oferta. Antes de que este plazo concluya, el Consejo de Administración de la sociedad afectada está obligado a emitir y publicar un informe expresando su opinión sobre la oferta.

### **2.1.3. Consecuencias de la aprobación del programa de recompra de acciones**

Se menciona que el Consejo de Administración de OceanShip tiene previsto lanzar un programa de recompra de acciones que afectaría hasta un 1% del capital. Este tipo de programas son habituales en las sociedades cotizadas para aumentar el valor de las acciones restantes, ya que se reduce el número de acciones que están en circulación (Rodríguez Canfranc, 2024).

Si OceanShip llevase a cabo la recompra de 1% del capital, el número total de acciones en circulación se reduciría. En consecuencia, la participación de los accionistas existentes

(incluyendo EM y la familia Machado) aumentaría de forma proporcional. Si la Matriz adquiere el 29,7% de OceanShip antes de la recompra y se reduce el número de acciones en un 1%, la participación de EM subiría. Por lo tanto, respecto de las consecuencias para la Matriz, si la recompra se produjera una vez que ya se ha realizado la adquisición, sería positivo para los accionistas y, por lo tanto, para EM, ya que aumentaría el valor de sus acciones.

Sin embargo, si la recompra se implementa antes de la adquisición, puede provocar un ligero aumento en el precio debido al efecto de oferta y demanda. Al tratarse de hasta un 1%, el efecto en el precio podría ser limitado en comparación con las ventajas en el largo plazo, como el incremento del beneficio por acción, ya que, al reducirse el número total de acciones en circulación, el beneficio por acción aumentará si las ganancias de la empresa se mantienen constantes. En todo caso, recomendamos adquirir las acciones cuanto antes, porque cuanto más se acerque el momento de la recompra, mayor será la demanda y, en consecuencia, el precio a pagar. Finalmente, la recompra es una señal de que la empresa confía en su solidez financiera, por lo que podría mejorar la percepción del mercado sobre la empresa y atraer más inversores, beneficiando el valor de nuestra inversión si decidimos comprar acciones.

En conclusión, el programa de recompra de acciones de OceanShip podría generar un aumento en la participación accionarial de los socios, debido a la reducción de acciones en circulación. No obstante, este incremento llevaría a la Matriz a pagar un mayor precio. Por lo tanto, si adquirimos las acciones antes de la recompra, podríamos beneficiarnos de un precio más bajo y del potencial aumento en el valor de las acciones tras el programa. Por otro lado, si las adquirimos después de la recompra, pagaríamos un precio probablemente más alto, pero con la certeza de que la recompra ya ha mejorado los indicadores financieros y reducido la base accionarial, lo que podría favorecer la inversión a largo plazo.

## 2.2. FUSIÓN OCEANSHIP- EM

### **2.2.1. Posibilidad de no obligatoriedad de la OPA en la fusión**

Como hemos explicado previamente, son varias las opciones que tenemos para evitar la OPA. En este apartado nos centraremos en explicar en profundidad la excepción de la fusión.

En una fusión por absorción, una sociedad (en este caso, OceanShip) absorbe otra sociedad (EM), y los accionistas de la sociedad absorbida pasan a ser accionistas de la sociedad absorbente. Al fusionar ambas compañías, los accionistas de la Matriz, la familia Machado con el 88% y la familia Azcona con el 12%, recibirían acciones de OceanShip. En este caso, la fusión tendría como resultado que la familia Machado pasaría a controlar un 57% de la sociedad resultante, superando el umbral del 30%, lo que, en principio, activaría la obligación de lanzar una OPA obligatoria.

Sin embargo, como hemos mencionado previamente, el artículo 8 del RDROPAV establece la excepción a la obligación de lanzar una OPA cuando como consecuencia de una fusión se alcance el porcentaje de votos previsto en el artículo 4 RDROPAV, siempre y cuando se cumplan los siguientes requisitos: en primer lugar, los accionistas afectados no pueden haber votado a favor de la fusión en la Junta General de la sociedad afectada y, en segundo lugar, se tiene que justificar que la fusión tiene un objetivo empresarial o industrial como principal y no la toma de control. Una vez que se cumplan estos requisitos, la CNMV deberá acordar en un máximo de quince días desde que se presentase la solicitud, que no resulta exigible la OPA, tras analizar la concurrencia de los elementos señalados.

El segundo requisito será sencillo de acreditar, puesto que la mayoría de estas operaciones tienen un interés comercial detrás, más allá de la mera toma de control. La problemática reside en el primer requisito, puesto que normalmente son los accionistas los que van a promover este tipo de operaciones, por lo que haber votado en contra de la fusión es poco usual. En todo caso, para conseguir cumplir este primer requisito, el accionista que rebase el 30% deberá abstenerse en la votación de la fusión en la Junta General. Esto tiene su razón de ser, a pesar de que dificulte la tarea para los accionistas mayoritarios, y es que los accionistas minoritarios confirmen que se trata de una operación atractiva para ellos también, y no solo una forma por el mayoritario de ejercer su control y obtener sus objetivos personales (Expansión, 2008).

En todo caso, desde que se aprobara el RDROPAV, se han producido varias excepciones a la formulación de la OPA en procedimientos de fusión. Por un lado, tenemos la fusión entre Quabit Inmobiliaria y Grupo Rayer, en la que la CNMV apreció la concurrencia de los dos requisitos mencionados, si bien impuso una serie de condiciones para que se produjera la exención (Europa

Press, 2019). Por otro lado, tenemos la fusión entre Campofrío y Smithfield Foods, donde la CNMV aprobó la exención a Smithfields Foods de lanzar una OPA sobre el 100% (El Confidencial, 2008). Otro ejemplo de exención de la formulación de la OPA ante una fusión fue la de Gamesa y Siemens en la que, tras la aprobación de la fusión por la Junta General extraordinaria de Gamesa, Siemens presentó la solicitud de excepción para presentar la OPA sobre el 100% de Gamesa, que fue aprobada por la CNMV (Ojea, 2024).

En cualquier caso, es importante tener en cuenta que esta excepción no se aplica automáticamente. Para poder acogernos a ella, será necesario cumplir con las condiciones establecidas y obtener la aprobación de la CNMV. Esto significa que la comunicación enviada a la CNMV deberá incluir de manera detallada todas las circunstancias relevantes, así como los argumentos y pruebas que justifiquen por qué no resulta necesaria la OPA, conforme a los criterios mencionados anteriormente.

De todo ello queda claro que: existen precedentes en los que se han fusionado grandes empresas y se ha conseguido la exención por parte de la CNMV; respecto de los intereses, habrá de probarse de manera suficiente que el objetivo principal es industrial o empresarial, para lo cual puede ser interesante aportar informes de terceros; será necesario demostrar que los accionistas afectados no votaron a favor de la fusión.

Conforme a lo anterior, seguimos contando con el problema del voto en contra en la fusión, porque en base a este requisito la familia Machado no podría votar, dejando la decisión a la familia Azcona, la cual como ya sabemos, está en contra de esta operación. Por lo tanto, si no podemos cumplir los requisitos de esta excepción ni ninguna de las anteriores, puede ser necesario realizar una OPA.

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

La fusión de las dos sociedades españolas cotizadas —OceanShip y EM— se realizará conforme al procedimiento establecido en el 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”) y el RDLME. En primer lugar, se trata de una fusión por absorción, en la que, por lo tanto, OceanShip adquirirá por

sucesión universal los patrimonios de la Matriz, aumentando EM así el capital social de OceanShip y extinguiéndose.

Respecto del procedimiento a seguir, podemos distinguir entre el procedimiento ordinario y las fusiones especiales, que son aquellas en las que hay relaciones societarias previas que van a justificar la simplificación de requisitos. Aunque la familia Machado ostenta participaciones en OceanShip, dado que su participación es del 3,5%, no podemos hablar de sociedades participadas —y mucho menos íntegramente participadas—, ya que para la simplificación de requisitos se necesita una participación del 100% o del 90%. Por todos estos motivos, el procedimiento aplicable será el ordinario. En total, este proceso podría durar entre seis y nueve meses, dependiendo de la complejidad de la operación y de la agilidad de los trámites administrativos (Vives Ruiz, 2020).

El calendario y los pasos principales son los siguientes:

#### *A) Fase de preparación*

Esta fase incluye los siguientes elementos: el proyecto común de fusión, la tramitación del proyecto común de fusión, el informe de los administradores, el informe de expertos y el balance de fusión.

##### (i) Proyecto común de fusión

Es el documento fundamental en este proceso, que cada uno de los administradores de las sociedades parte en la fusión deberá redactar y suscribir. En caso de que faltase la firma de alguno de los administradores, al final del proyecto se señalará indicando la causa. Además de estos elementos y del resto del contenido legal mínimo, los administradores podrán incluir la información que consideren relevante a los efectos de la fusión.

##### (ii) Tramitación del proyecto común

La segunda parte dentro de la fase preparatoria será la tramitación del proyecto común de fusión. Una vez que ya se ha suscrito el proyecto común de fusión, este debe ser insertado en la página web de las sociedades que participan en el mismo, hecho que se publicará gratuitamente en el

Boletín Oficial del Registro Mercantil (“**BORME**”), sin perjuicio de la posibilidad de depositar a su vez una copia en el Registro Mercantil.

Uno de los documentos que ha de publicarse obligatoriamente en la página web conforme al artículo 7.1.2º RDLME es el anuncio. En este sentido, el artículo establece que los socios, acreedores y representantes de los trabajadores de la sociedad, o, en ausencia de estos últimos, los propios trabajadores, deben ser informados de que cuentan con la posibilidad de presentar observaciones al proyecto, con un plazo máximo de cinco días laborables antes de la fecha de la junta general.

Este artículo resulta relevante porque permite a los acreedores presentar observaciones relativas al proyecto antes de que se celebre la Junta General, lo que supone una de las materializaciones del nuevo derecho de los acreedores a las garantías adecuadas que sustituye al antiguo derecho de oposición. Tanto la publicación del proyecto en el BORME como su inserción en la página web, deberán realizarse con al menos un mes de antelación respecto de la fecha prevista, para que se celebre la Junta General con el objetivo de acordar la fusión.

Si no se aprueba el proyecto de fusión por las Juntas de todas las sociedades que van a participar —en este caso, EM y OceanShip—, dentro de los seis meses siguientes a la fecha de este, el proyecto de fusión quedará sin efecto. Asimismo, una vez que se haya suscrito, los administradores de estas sociedades no podrán realizar actos o contratos que puedan comprometer la aprobación del proyecto de fusión o la modificación sustancial de la relación de canje de las acciones o participaciones.

Por último, conforme al artículo 7 RDLME, la publicación de la convocatoria de las Juntas en las que se resuelva sobre la fusión o la comunicación individual del anuncio a los socios habrá de realizarse tras la publicación de la inserción o del depósito en el BORME.

(iii) El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión

Otra de las partes fundamentales en esta fase será la necesidad de elaborar un informe explicativo de la fusión por los administradores, conforme al artículo 5 RDLME. En este informe los administradores justificarán los aspectos jurídicos y económicos de la fusión, así como sus

consecuencias para los trabajadores, los acreedores y, en general, para la actividad empresarial futura de la sociedad.

El informe deberá ser puesto a disposición de los socios y representantes de los trabajadores —o trabajadores en caso de no haber representantes—, al menos con un mes de antelación a la fecha de celebración de la Junta General en la que se apruebe la fusión. Si la puesta a disposición no pudiera hacerse con la inserción en la página web, se llevará a cabo por vía electrónica.

(iv) El informe de expertos sobre el proyecto de fusión

Conforme al artículo 41 RDLME relativo al informe de expertos en el caso de fusión, al encontrarnos con una fusión donde una sociedad es anónima, los administradores de OceanShip y la Matriz tienen dos opciones.

En primer lugar, que los administradores soliciten al registrador mercantil correspondiente según el domicilio social, que se nombre uno o varios expertos independientes distintos para que cada uno, por separado, emita un informe sobre la fusión. En segundo lugar, que los administradores de ambas sociedades soliciten al registrador mercantil la designación de uno o varios expertos para que se elabore un único informe. En este caso, el nombramiento correspondería al registrador mercantil del domicilio social de OceanShip por ser la sociedad absorbente. Esta alternativa suele ser la más seguida en la práctica para simplificar el procedimiento y pasos, por lo que creemos que es la más recomendable.

Para cumplir su labor, se podrá requerir a OceanShip y a EM la información que se necesite sin limitación alguna. Este informe deberá estar vigente en el momento en que se lleve a cabo la Junta General de aprobación. Finalmente, aunque el contenido puede dividirse en al menos dos partes, —la primera relativa a la ecuación de canje y la segunda sobre el patrimonio aportado—, solo será necesario integrar la segunda parte cuando todos los socios con derechos de voto y todas las personas titulares de ese derecho en las dos sociedades que participan en la fusión así lo acuerden.

En todo caso, la obligatoriedad del informe del experto independiente es una cuestión que ha generado problemas en la actualidad por la diferente interpretación de los Registros Mercantiles, para lo cual se suele hacer una labor de investigación sobre la necesidad de opinar sobre la

ecuación de canje y el patrimonio neto. Sin embargo, en este caso nos encontramos con una sociedad anónima, para la que el articulado del RDLME determina la obligatoriedad.

(v) El balance de fusión

Este es uno de los requisitos fundamentales, que cada sociedad cierre un balance de fusión, que será el último balance de ejercicio aprobado, siempre que se haya cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha prevista para el proyecto de fusión (artículo 43 RDLME). Si no se pudiera cumplir con este requisito, será necesario elaborar el balance con posterioridad al primer día del tercer mes antes de la fecha del proyecto.

Si participan una o varias sociedades anónimas cotizadas cuyos valores estén ya admitidos a negociación en un mercado regulado domiciliado en la UE, el balance podrá ser sustituido por un informe semestral financiero de cada una de ellas, conforme a lo establecido en el mercado de valores, siempre que el informe se cierre y se haga público en los seis meses anteriores a la fecha del proyecto (artículo 43 RDLME). Por lo tanto, en nuestro caso presentaremos el informe semestral al ser OceanShip una sociedad cotizada.

*B) Fase de decisión*

(i) El acuerdo de fusión

La fusión deberá ser acordada por las Juntas de socios de la Matriz y OceanShip, ajustándose a aprobar lo previsto en el proyecto común de fusión. La publicación de la convocatoria de la Junta —o en su caso, la comunicación del anuncio a los socios de manera individual— deberá realizarse mínimo con un mes de antelación a la fecha en que esta se fuera a celebrar. Además, el acuerdo de fusión requerirá para su aprobación el consentimiento de todos los socios que debido a la fusión respondan ilimitadamente de las deudas sociales o que hayan de asumir obligaciones personales a consecuencia de la misma (artículos 47 y 48 RDLME).

(ii) Publicación del acuerdo

Una vez adoptado el acuerdo, deberá ser comunicado a socios y acreedores a través de la publicación en el BORME o de su comunicación individual y por escrito a cada uno de ellos.

Aunque con la nueva configuración del RDLME ya no se contempla el derecho de oposición de los acreedores, sí que será necesario que se les proteja mediante una serie de garantías, como el derecho a disponer de la información que necesiten para obtener las garantías adecuadas. Conforme a este nuevo derecho que sustituye la posibilidad de los acreedores de oponerse, se anticipará el momento en el que estos conocen de la operación, lo que les permite formular observaciones antes de que se celebre la Junta de acuerdo con el artículo 7.1.2ª RDLME.

Ello se combina con la protección que les confiere el artículo 13 RDLME a “*los acreedores cuyos créditos hayan nacido con anterioridad a la publicación del correspondiente proyecto, aun no hayan vencido en el momento de dicha publicación*”. En todo caso, para ejercer ese derecho, los acreedores tendrán que demostrar que está en riesgo la satisfacción de sus derechos por culpa de la modificación estructural y que no han tenido acceso a las garantías adecuadas. Contarán con un plazo para ejercerlo de tres meses en las operaciones transfronterizas y de un mes en las operaciones internas (Sopeña Pinilla, 2024).

### *C) Fase de ejecución*

Finalmente, las sociedades fusionadas deberán elevar el acuerdo a escritura pública, incorporando el balance de fusión o, en este caso, el informe financiero semestral. La escritura deberá contener las modificaciones estatutarias acordadas, así como el número, clase y serie de las acciones que serán atribuidas a los nuevos socios (artículo 20 RDLME).

La fusión generará eficacia desde la inscripción de la absorción en el Registro Mercantil, la cual solo podrá realizarse después de que se acredite el cumplimiento de todas las condiciones explicadas *ut supra*. Tras la inscripción se cancelarán los asientos registrales de EM, ya que se habrá extinguido (artículo 51 RDLME).

Respecto de las deudas sociales que tuvieran los acreedores antes de la fusión, salvo que estos hayan consentido de modo expreso a la fusión, los socios responsables personalmente de las deudas de la Matriz contraídas previamente a la fusión seguirán respondiendo de ellas (artículo 52 RDLME).

Teniendo en cuenta los trámites anteriores, el calendario del proceso de fusión podría tener una

duración aproximada de seis a nueve meses, si bien son muchos los terceros involucrados en este caso, lo cual sumado a la acción de la familia Azcona podría resultar en un plazo mayor.

### **2.2.3. Acciones legales ante la fusión sin el voto de la familia Azcona**

El conflicto con la familia Azcona plantea un escenario delicado. A continuación, se valoran los aspectos relevantes del caso.

#### *A) Pacto de accionistas*

Para poder evaluar el perjuicio que el pacto podría suponer para la operación, tenemos que analizar en primer lugar su validez y la vinculación para la sociedad. En este sentido, el pacto de accionistas firmado en 1987 entre las familias Machado y Azcona estipula que cualquier modificación estructural que requiera el voto a favor de la familia Azcona constituirá un pacto parasocial, por lo que, en principio, no será oponible a la sociedad.

En este caso, el Tribunal Supremo mantiene una postura uniforme respecto a los acuerdos sociales. Así lo señala su Sentencia (Sección 1ª), 300/2022, de 7 de abril, Rec. 1726/2019, en la que establece que los pactos parasociales son válidos únicamente entre las partes que los suscriben, pero no pueden ser impuestos a la sociedad ni resultan vinculantes para ella, ya que esta es considerada el objeto de dichos pactos, y no un sujeto. Tan solo si se tratara de un pacto de atribución —aquel que estipula algo que beneficie a la sociedad—, la sociedad podrá exigir su cumplimiento.

Asimismo, la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1ª), 613/2020 de 17 de noviembre, Rec. 5135/2017 establece que no es viable estimar una acción de impugnación de acuerdos sociales argumentando que estos vulneran pactos parasociales. Esto se fundamenta en que dichos pactos, según el artículo 29 LSC, no son oponibles a la sociedad. Además, si los acuerdos sociales son contrarios a los pactos parasociales, solo podrán ser anulados si hay un abuso de derecho o si fueran contrarios al interés social (de la Fuente, 2022). Por lo tanto, para que pudiera exigirse su cumplimiento, estos pactos deberían haber sido suscritos también por la sociedad (Ansón Peironcelly & Pérez Aguilera, 2016).

Aunque se incluye como cuestión a tener en cuenta que se han realizado múltiples modificaciones de los estatutos por ambos accionistas y nunca se ha modificado el pacto, hemos de recordar igualmente que los pactos parasociales son independientes de los estatutos. Estos acuerdos suponen una suerte de acuerdo bilateral entre las partes, un contrato entre las mismas, con lo que las numerosas modificaciones de los estatutos resultan irrelevantes. De hecho, demuestran que, si las partes realmente hubieran querido incluir el acuerdo en los estatutos, tuvieron varias oportunidades que no aprovecharon (Ansón Peironcely & Pérez Aguilera, 2016).

En todo caso, aunque el pacto no ha sido actualizado, sí que seguiría siendo vinculante para las partes, ya que los pactos parasociales son generalmente considerados válidos y exigibles en España, siempre que no contravengan normas imperativas o sean contrarios al orden público. Sin embargo, como no ha sido integrado en los estatutos sociales, no vincula a la sociedad, sino únicamente a los accionistas firmantes. En consecuencia, no podría dar lugar a la nulidad de la fusión. Por lo tanto, dado que el pacto parasocial no será oponible a la sociedad, para que se anule el acuerdo social sobre la aprobación de la fusión, se requerirá que se pruebe de manera suficiente que hay un abuso de derecho o que es contrario al interés social.

#### *B) Conflicto de interés y justificación económica*

Dado que no resulta oponible el pacto parasocial, deberemos analizar si es viable impugnar la fusión en base a la existencia de un conflicto de interés conforme a la LSC, la cual en su artículo 190 establece las pautas de actuación ante un conflicto de interés.

En nuestro caso quizás podría ser aplicable el apartado primero del artículo si se entiende que el pacto parasocial constituye una restricción legal, ya que: *“El socio no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a sus acciones o participaciones cuando se trate de adoptar un acuerdo que tenga por objeto: a) autorizarle a transmitir acciones o participaciones sujetas a una restricción legal o estatutaria [...]”*. Sin embargo, este artículo también dice que, en el caso de sociedades anónimas, como es nuestro caso, solo podremos aplicar esta prohibición cuando *“esté expresamente prevista en las correspondientes cláusulas estatutarias reguladoras de la restricción a la libre transmisión o la exclusión”*. En principio, dado que no se encuentra contenido en las cláusulas estatutarias, podemos entender que no sería aplicable la prohibición y

que sí se podrán ejercitar los derechos de voto.

Otra opción es, si entendemos que no es aplicable esa cláusula, que actuemos conforme al artículo 190.3 LSC que nos habla del resto de conflictos de interés. Conforme a este artículo, los socios no estarán privados de derechos de voto salvo que dicho voto haya sido decisivo para la adopción del acuerdo. Dado que es claro que la familia Machado ostenta la mayoría de las acciones y, por lo tanto, su voto ha sido decisivo en el acuerdo de fusión, sí que habremos de analizar, conforme al artículo, si existe o no conflicto de interés.

En este sentido, cuando hay voto decisivo, sí se permite la impugnación, aunque deben ser los socios que impugnen los que prueben la existencia de un conflicto de interés. Por lo tanto, la familia Azcona deberá conseguir probar que la presencia del consejero dominical en OceanShip determina la existencia de dicho conflicto, ratificada mediante la inexistencia de justificación económica para EM.

Esto será difícil de demostrar por la familia Azcona, principalmente porque deberá asegurarse de probar que la operación solo es una forma de la familia Machado de tomar el control, sin generar ningún beneficio para EM, lo cual resulta poco probable. Por ello, será fundamental que el proyecto de fusión esté bien fundamentado económicamente y que se justifique por qué es beneficioso para la Matriz (Ansón Peironcely & Pérez Aguilera, 2016).

### *C) Enriquecimiento y abuso de poder*

Si la contraparte no consigue probar la existencia del conflicto de interés que permitiría acudir a la vía de la impugnación, podría intentar utilizar la existencia de un enriquecimiento y abuso de poder para impugnar el acuerdo social alcanzado. En este sentido, resulta aplicable el artículo 204.1. LSC, según el cual serán impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la ley, a los estatutos o reglamento de la Junta o que lesione el interés social en beneficio de socios. Se entiende que se lesiona el interés social cuando causa un daño al patrimonio social —hecho que no sucede— o, cuando se impone de manera abusiva, entendiéndose que es así cuando “*sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios*”.

En este supuesto, la familia Azcona podría argumentar que se ha producido un acuerdo contrario al interés social porque ha sido la familia Machado, al tener el 88% de las acciones y derechos de voto, la que ha utilizado esta mayoría para conseguir la fusión, abusando de su posición de poder. Aunque esto podría generarnos fuertes perjuicios, la segunda parte del párrafo nos ofrece esperanza, ya que el acuerdo se considera abusivo únicamente cuando no responde a una necesidad razonable de la sociedad, es adoptado por la mayoría en su propio interés y causa un perjuicio injustificado a los demás socios.

Así, para evitar que se lleve a cabo la impugnación por estos motivos, deberemos argumentar de manera suficiente la ganancia que constituye para con la sociedad la adopción de este acuerdo, de manera que no es simplemente una manera de enriquecernos, tomar el control y diluir las acciones de la familia Azcona. Para ello, debemos aportar pruebas del beneficio que generaría para la sociedad e incluso para la familia Azcona y que responde a la necesidad de crecimiento de la empresa. Respecto de la acusación de que la operación es una estrategia para diluir sus acciones y tomar el control, cabe recordar que las nuestras también serían diluidas, hecho inevitable en este tipo de operaciones, pero que es contrarrestado con los múltiples beneficios económicos de la operación para los accionistas en el largo plazo.

#### *D) Conclusiones, consecuencias y viabilidad de la acción*

En primer lugar, no se puede anular el acuerdo por haberse pactado en un pacto parasocial, ya que este no es oponible a la sociedad. En segundo lugar, si alega conflicto de interés, aunque sí haya sido un voto decisivo, se tendrá que probar que existe un conflicto de interés por la presencia del consejero. Sin embargo, dada la pequeña participación que la familia Machado ostenta en OceanShip, resulta poco probable que puedan hacerlo de manera suficiente. Además, el final del artículo determina que habrá de probarse para ello que hay un perjuicio en el interés social, lo que nos lleva al siguiente punto.

En segundo lugar, la familia Azcona deberá demostrar la existencia de un perjuicio en el interés social, que intentará argumentar basándose en la acusación de enriquecimiento injusto, dilución de acciones y búsqueda de toma de control. Sin embargo, tampoco creemos que esto pueda prosperar, al ser cuestiones muy subjetivas y que requerirán ser probadas de manera suficiente. A este respecto, será muy complicado que prueben que se ha intentado realizar el acuerdo de manera

abusiva, por lo que no creemos que la acción tenga mucha probabilidad de prosperar. De todas formas, de nuevo depende de la argumentación y prueba aportada por ambas partes.

Sin embargo, respecto del impacto que ello puede tener en la operación, el riesgo principal será que esta acción retrase significativamente el proceso de fusión y, en el peor de los casos, que se anule la fusión antes de que se inscriba si se prueba la existencia de una de las causas de impugnación explicadas previamente. Ello nos lleva al último de los puntos, la diferencia que la inscripción de la fusión generará en la acción.

En este sentido, agilizar al máximo la operación para que la fusión se inscriba lo antes posible será fundamental para evitar perjuicios al cliente. Esto se debe a que el artículo 16 del RDLME establece que no se podrá declarar la nulidad de modificaciones estructurales una vez inscritas, aunque se mantendrán las acciones resarcitorias de socios y terceros. Por lo tanto, una vez que se hubiera inscrito, no podría ejercitarse la acción de impugnación, tan solo la resarcitoria. Sin embargo, si la fusión no se ha inscrito aún, la familia Azcona tendrá posibilidades de paralizar la operación, siempre que logre probar ante el juez la existencia de motivos de impugnación.

En todo caso, como hemos mencionado, la acción de impugnación de la fusión no limita el derecho de la familia Azcona al resarcimiento de los daños y perjuicios ocasionados, por lo que puede ser que tengamos que hacer frente al pago de la indemnización si prueban que esta operación les ha producido un perjuicio al haber manifestado previamente que no querían (Vives, Ruiz, 2020, pg. 306).

### 2.3 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES AL CLIENTE

Será necesario lanzar una OPA, ya que, aunque la adquisición directa alcanza el 29,7%, al sumarse el 3,5% de participación de la familia Machado, el total asciende al 33,2%, superando el umbral del 30% establecido por la normativa del RDROPAV.

Sin embargo, existen alternativas para evitar esta obligatoriedad. Una opción sería reducir la adquisición directa por debajo del 30%, limitándola al 26,4%, aunque esto restringiría el control deseado. Otra posibilidad sería solicitar una dispensa a la CNMV, amparándose en algunas de las

excepciones legales mencionadas, si bien estas alternativas podrían resultar complicadas de aplicar debido a la falta de acuerdo con la familia Azcona, cuya oposición podría dificultar la aprobación de estas medidas.

Respecto de la recompra de acciones, recomendamos que, si existe interés en adquirir acciones de OceanShip, lo más conveniente sería hacerlo antes de que se implemente el programa. Esto permitiría aprovechar un precio más bajo antes de que la recompra reduzca el número de acciones en circulación, lo que podría generar un aumento en el precio debido a la mayor demanda. Además, al comprar antes de la recompra, se beneficiaría de un mayor incremento en la participación accionarial, ya que, al reducirse el número de acciones, el beneficio por acción aumentaría, favoreciendo a los accionistas existentes. Si se adquieren las acciones después de la recompra, es probable que el precio sea más alto, aunque se podría contar con la mejora en los indicadores financieros de la empresa, lo que podría resultar favorable a largo plazo.

En relación con la fusión entre OceanShip y EM, esta seguirá el procedimiento ordinario, con una duración estimada de seis a nueve meses, ya que no resulta aplicable la regulación simplificada de fusiones especiales. El procedimiento implicará la elaboración de un proyecto común de fusión, acompañado de informes de administradores y expertos, así como la presentación de un informe financiero semestral. Una vez cumplidas estas etapas, las Juntas de socios de OceanShip y EM deberán aprobar el acuerdo, que luego se publicará en el BORME, abriéndose un plazo para que los acreedores puedan presentar observaciones u oposiciones. Finalmente, el acuerdo de fusión se elevará a escritura pública y será eficaz desde el momento de su inscripción en el Registro Mercantil.

En cuanto al pacto firmado en 1987 entre las familias Machado y Azcona, constituye un pacto parasocial que no es oponible a la sociedad. Dado que no forma parte de los estatutos, este pacto no puede ser utilizado para anular el acuerdo social que aprueba la fusión. Por ello, para impugnar la fusión, la familia Azcona tendría que demostrar la existencia de un conflicto de interés significativo. Aunque el voto de la familia Machado fue decisivo en la aprobación del acuerdo, la familia Azcona deberá probar que dicho voto responde a intereses personales contrarios al interés social. Esto resulta complicado debido a la pequeña participación de los Azcona en OceanShip y a la falta de evidencias de un perjuicio real para la sociedad.

Adicionalmente, una impugnación basada en abuso de poder o enriquecimiento injusto requeriría que los Azcona prueben que la fusión no genera beneficios ni para la sociedad ni para los accionistas en general, algo que se considera poco probable. Aunque es poco probable que una impugnación prospere, el principal riesgo radica en que podría retrasar significativamente el proceso de fusión. Si la fusión no se ha inscrito aún en el Registro Mercantil, los Azcona podrían intentar paralizar la operación. Sin embargo, una vez inscrita, la fusión no podría ser anulada, limitándose la familia Azcona únicamente a reclamar una indemnización por daños.

Por ello, se recomienda agilizar al máximo el proceso de inscripción de la fusión para garantizar su estabilidad y evitar cualquier intento de bloqueo por parte de los Azcona. También es aconsejable ajustar la participación adquirida o buscar excepciones legales bien fundamentadas para evitar la obligación de lanzar una OPA.

### PARTE 3

#### 3.1. PROCEDIMIENTO DE LOS SCRIP DIVIDENDS

La implementación de un *scrip dividend* es una práctica cada vez más frecuente para percibir los dividendos, puesto que permite la percepción del dividendo mediante efectivo o acciones en la propia sociedad. Esta modalidad permite mejorar la retribución de los accionistas sin disminuir la liquidez de la compañía, ya que permite a los primeros elegir entre las dos opciones anteriores, con lo que la sociedad podría conservar la liquidez necesaria para realizar negocios —lo cual podría ser muy atractivo para inversores institucionales— (Zarzalejos Toledano, 2018).

Sin embargo, presenta el riesgo de que, con un mayor número de acciones en circulación sin haberse alterado el valor de la empresa, se disminuya el precio de cada acción, dilución que necesitará ser ajustada para evitar un perjuicio para los accionistas, como se analiza en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 1ª), 356/2022 de 27 de junio, Rec. 514/2021.

Respecto del procedimiento y pautas a seguir, como es una opción normalmente reservada a las sociedades cotizadas, será de aplicación la LSC, las normas del mercado de valores y las prácticas

que se llevan a cabo en las bolsas españolas. Conforme a todo ello la operación base —el primer ejercicio a realizar—, será la implementación de un aumento de capital porque para poder ofrecer la opción de recibir dividendo en acciones o en efectivo, la empresa emite nuevas acciones. El proceso cuenta con los siguientes pasos que explicaremos *ut infra*: aprobación en Junta General; emisión de derechos de suscripción preferente; presentación de opciones para los accionistas; ejecución del aumento de capital; inscripción y registro (Aragón Tardón, 2023).

En primer lugar, el procedimiento tiene que empezar con los acuerdos de la Junta de accionistas: un acuerdo en el que se aplica el resultado y se decide o no aumentar el capital y otro donde los accionistas se comprometen a comprar los derechos de asignación renunciando al ejercicio de estos. Serán necesarias mayorías diferentes, siendo en el primer supuesto necesario quórum o mayoría reforzada conforme a los artículos 194 y 201 LSC, mientras que en el segundo se sigue la regla general establecida para la aprobación de los acuerdos en la Junta. En todo caso, en el acuerdo se debe determinar cuál será la cuantía máxima por la que se realiza el aumento (artículo 297.1 LSC) y la distribución de esta se ha de realizar en el plazo de un año desde que se acordara en la Junta —ya sea en un solo aumento o con ampliaciones sucesivas—.

Otra parte relevante de la operación será establecer el cálculo del precio del compromiso de compra, es decir, el precio al que la sociedad va a adquirir los derechos de asignación gratuita para poder pagar en efectivo a los accionistas que así lo han decidido. Dado que no existe una fórmula prevista legalmente, la fórmula la va a determinar la Junta General, y la va a aplicar el Consejo:

$$\text{Nº de derechos para adquirir 1 acción} = \frac{\text{Nº de acciones en circulación} \times \text{Precio de cotización de la acción}}{\text{Importe de la opción alternativa}}$$

*Ilustración 4. Fórmula del scrip dividend.*  
*Fuente: García, García (2014).*

En la práctica, la determinación del precio de cotización de la acción suele basarse en la media aritmética de los precios medios ponderados registrados en el Sistema de Interconexión Bursátil español durante las cinco sesiones bursátiles anteriores a la fecha en que el Consejo decida ejecutar el aumento (García García, 2014). Por otro lado, el importe de la opción alternativa se refiere al beneficio que se distribuye en los aumentos, es decir, el valor de mercado del aumento

de capital.

Por lo tanto, primero se ha de aprobar en la Junta General la emisión de las nuevas acciones, pudiendo el órgano competente —generalmente el Consejo de Administración—, estar facultado para ejecutar el aumento. En esta reunión, el Consejo deberá detallar cómo se llevaría a cabo y cuáles serían, entre otras cosas, las condiciones de la relación de canje —cuántas acciones nuevas serán emitidas por cada acción que ya existe—, el plazo para que los accionistas elijan o las condiciones para la emisión de las nuevas acciones (García García, 2014).

El Consejo debe emitir un informe justificativo detallando las razones económicas y jurídicas del *scrip dividend*, el cual debe presentarse en la Junta General para su votación. También será necesario presentar un documento informativo sobre el programa del *scrip dividend* ante la CNMV. Según García García (2014), la información que debe incluirse en una emisión abarca el objeto del aumento, los motivos de la emisión y los detalles de la oferta, como el número de derechos necesarios, el número de acciones a emitir, el importe del aumento, la reserva con cargo a la que se realiza, el precio de compromiso de compra de derechos, el calendario de ejecución, la asignación de derechos y el procedimiento para optar entre efectivo o acciones nuevas. Además, debe especificarse la naturaleza de las acciones a emitir, el régimen fiscal aplicable y consideraciones específicas para jurisdicciones extranjeras donde las acciones de la sociedad estén cotizadas.

Otro de los elementos fundamentales en este procedimiento es el calendario, que constituye un guion orientativo, por lo que desobedecer los plazos no supone un incumplimiento ni determina la nulidad del aumento. Sin embargo, nos permitirá garantizar que los accionistas tengan tiempo suficiente para elegir la opción que prefieren (dinero o acciones). El calendario sería el siguiente (García, García, 2014):

- Día 0: se comunica el número de derechos de asignación gratuita conforme a la fórmula explicada *ut supra* y el precio que asume la sociedad.
- Día 1: se publica el anuncio del aumento en el BORME.
- Día 2: se comienza la negociación de los derechos de asignación gratuita en el mercado bursátil. Este período suele durar unos quince días, el mínimo exigido para sociedades cotizadas conforme al artículo 503 LSC. El precio fijo ofrecido por la sociedad actúa

como suelo de cotización de los derechos de asignación gratuita durante los días en que los accionistas pueden elegir recibir el dinero en efectivo.

- Día 12: finaliza el plazo para solicitar la retribución en efectivo (una fecha intermedia entre el inicio y el fin del período de negociación de derechos).
- Día 16: finaliza el período de negociación de derechos. Esta finalización debe ser comunicada a la CNMV, junto con el reflejo del número de acciones que se van a emitir en el aumento, el porcentaje que van a representar del capital social, el importe del aumento en sí, el efectivo que van a recibir los accionistas y el porcentaje de accionistas que han solicitado acciones/efectivo. Serán los administradores al ejecutar el aumento los que hayan de fijar el alcance exacto del compromiso de compra.
- Día 19: se produce la renuncia expresa por la sociedad a los derechos adquiridos y se cierra el aumento.
- Días 20-27: se llevan a cabo los trámites para inscribir el aumento y para la admisión a cotización de las nuevas acciones en el Sistema de Interconexión Bursátil y en las Bolsas españolas en las que vayan a cotizar. En este sistema se puede producir la dilución del valor de las acciones, por lo que la sociedad debe amortizar acciones propias porque la fórmula de retribución antes mencionada puede alterar la proporción de capital que es titularidad de los accionistas.
- Día 25: se paga el efectivo a los accionistas que lo hayan solicitado.
- Día 30: se produce la *“asignación de las referencias de registro de anotaciones en cuenta correspondientes a las acciones que se emitirían finalmente”* (García García, 2014).
- Día 31: aproximadamente en esta fecha se produciría la contratación ordinaria de las acciones emitidas.

### 3.2. LIMITACIÓN FÓRMULAS POR DEFECTO

La LSC no establece limitaciones estrictas en cuanto a la fórmula a seguir, siendo una fórmula de retribución que ha de pactarse en la Junta. En ese sentido, solo se podría declarar la nulidad si los *scrip dividends* fueran contrarios a la ley, a los estatutos o al interés social.

En cuanto a la opción por defecto, si un accionista no se pronuncia sobre la opción que prefiere,

existe un principio de libertad de la sociedad para establecer la fórmula que considere más conveniente. Así, elegir entre efectivo o acciones es una facultad que integra el derecho a percibir el dividendo, siendo los derechos de asignación el instrumento para que esto se materialice. Sin embargo, la regla general será que si el accionista desea recibir el pago en efectivo deberá comunicarlo, ya que por defecto se presumirá que desea recibir acciones (Aragón Tardón, 2013).

En el caso previsto, será necesario ser cautelosos en la negociación con la familia Azcona y ampararnos en la libertad de elección del método retributivo y en que, por defecto, se suele aplicar el pago en acciones. Así, aunque la familia Azcona argumenta que el derecho a recibir el dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad, el artículo 93 LSC solo reconoce a los accionistas el derecho a participar en las ganancias sociales, sin determinar la manera.

Conforme a lo anterior, lo más prudente sería establecer en los estatutos o a través de pactos parasociales que la opción por defecto sea en metálico, dado que esto mitigaría posibles reclamaciones judiciales. Sin embargo, dado que en nuestro caso no se pactó, entendemos que por defecto se recibirían acciones y que de no desear esto, la familia Azcona podrá decidir obtener efectivo.

Además, aunque no fuera así, la implantación de este mecanismo retributivo requerirá la aprobación de la Junta General, en la cual, en principio, no deberíamos tener problema para conseguir las mayorías. Así, aunque deberíamos recabar los apoyos del resto de los accionistas para evitar sorpresas, la familia Machado controla un 57% de la sociedad resultante de la fusión, frente al 12% que la familia Azcona tenía antes de esta —por lo que tras ella se habrán diluido sus acciones—. Por lo tanto, en principio no debería poder producirse un bloqueo.

Además, si finalmente se llegara al acuerdo que buscamos y la familia Azcona decidiera impugnarlo, tendrán que justificar que *el scrip dividend* les genera un perjuicio o que viola algún derecho esencial de los accionistas. Dado que como hemos explicado previamente, la ley permite ofrecer acciones en lugar del dividendo en metálico, es difícil que prospere la impugnación. Sin embargo, para asegurarnos, deberíamos poder probar que efectivamente se trata de un sistema equitativo y proporcional.

### 3.3. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES AL CLIENTE

El *scrip dividend* es una práctica creciente que permite a los accionistas elegir entre recibir el dividendo en efectivo o en acciones, lo que ayuda a la empresa a mantener su liquidez. Sin embargo, existe el riesgo de dilución del valor de las acciones, lo que podría perjudicar a los accionistas si no se ajusta adecuadamente.

El proceso de implementación sigue la normativa de la LSC y las regulaciones del mercado de valores e inicia con la aprobación en la Junta General, donde se decide el aumento de capital, y los accionistas eligen entre efectivo o acciones. Es importante establecer las condiciones y el precio del aumento, y cumplir con los plazos para garantizar que los accionistas tengan tiempo suficiente para decidir.

La LSC no impone limitaciones estrictas sobre la fórmula a seguir, pero cualquier impugnación por parte de los accionistas debería demostrar un perjuicio claro. Se recomienda establecer en los estatutos o mediante pactos parasociales cuál será la opción por defecto para evitar conflictos, especialmente con la familia Azcona. Aunque esta podría impugnar el proceso, es difícil que la impugnación prospere si se aplica un sistema justo y proporcional. En resumen, el *scrip dividend* es una opción beneficiosa, pero requiere una planificación cuidadosa y cumplimiento de los requisitos legales para evitar conflictos y perjuicios para los accionistas.

Finalmente, recomendamos incluir en los contratos entre Atlas Capital y EM, así como entre OceanShip y EM, una cláusula de sumisión a arbitraje para resolver posibles conflictos que puedan surgir teniendo en cuenta la gran cantidad de contingencias que encontramos en ambos casos (Ventura, s.f.). El arbitraje es la mejor opción, ya que ofrece un procedimiento más rápido y confidencial, permite la elección de árbitros especializados en la materia, proporciona mayor flexibilidad en el diseño del proceso, tiene carácter ejecutivo, y resulta especialmente útil en casos con un componente internacional. Estas ventajas se detallan en la siguiente tabla:

<b>Ventaja del Arbitraje</b>	<b>Descripción</b>	<b>Contraposición en el Procedimiento Judicial</b>
Reducción de plazos	El arbitraje acorta significativamente los plazos en comparación con el procedimiento judicial	Los procedimientos judiciales suelen ser largos debido a la carga de trabajo de los tribunales
Reducción de costos	Aunque el arbitraje pueda parecer más costoso, la reducción de plazos conlleva una disminución de costos totales	Los procedimientos judiciales, aunque inicialmente menos costosos, pueden ser más caros a largo plazo debido a su duración
Confidencialidad	Garantiza que los detalles de la operación comercial no sean de conocimiento público	Los juicios son públicos, lo que implica la exposición de información sensible de las partes involucradas
Especialización del árbitro	Se puede elegir un árbitro o tribunal con mayor especialización en la materia	En los tribunales judiciales, los jueces pueden no tener experiencia específica en el área del conflicto
Flexibilidad	Las partes pueden diseñar el procedimiento, acordando fases, ley aplicable, idioma, lugar y árbitros	Los procedimientos judiciales están sujetos a normas procesales rígidas y preestablecidas
Carácter ejecutivo de los laudos	Los laudos arbitrales son ejecutivos y tienen carácter de cosa juzgada, permitiendo una resolución definitiva y directa del conflicto	Las sentencias judiciales también tienen carácter ejecutivo, pero pueden ser recurridas, prolongando el conflicto
Aplicación en conflictos internacionales	El arbitraje es especialmente útil en casos internacionales debido a su flexibilidad y ejecución rápida	Los procedimientos judiciales internacionales pueden implicar complejidades legales y conflictos de jurisdicción

*Tabla 3- Comparación entre el arbitraje y el procedimiento judicial.*

## BIBLIOGRAFÍA

### LEYES Y JURISPRUDENCIA

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (1957).

Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000 (caso Clayton Dubilier & Rise/Italtel).

Directiva 2014/104/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la Competencia de los Estados miembros y de la Unión Europea.

Directiva 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas.

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

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

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.

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

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.

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

Real Decreto 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.

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.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala 5ª) de 11 de julio de 1985 en Remia BV (C-42/84).

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala 1ª), de 22 junio de 2022, (C-267/2020).

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala 2ª), de 16 de febrero de 2023, (C-312/2021).

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1ª), 899/2007 de 31 de julio, Rec. 3235/2000.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1ª), 302/2012 de 18 de mayo, Rec. 1153/2009.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 4ª), 510/2021 de 11 de mayo, Rec. 1772/2018.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1ª), 613/2020 de 17 de noviembre, Rec. 5135/2017.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1ª), 300/2022 de 7 de abril, Rec. 1726/2019.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 1ª), 356/2022 de 27 de junio, Rec. 514/2021.

## DOCTRINA

Aragón Tardón, S. (2023). La necesidad de regulación de las operaciones de scrip dividends como fórmula para satisfacer el derecho del socio a participar en las ganancias sociales en España. *Revista CEFLegal*, 5-36.

Cuatrecasas. (2024). Reforma de las prórrogas de las concesiones portuarias. *Cuatrecasas*.

de Cárdenas Smith, C. (s.f.). Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control. *Uría Menéndez*.

de la Fuente, J. (19 de abril de 2022). Pactos parasociales: el Tribunal Supremo confirma su doctrina y aclara algunas cuestiones procesales. *Diario La Ley*, N° 10072, Sección *Tribuna*.

García García, A. (2014). Aspectos prácticos del scrip dividend español. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N° 14, Sección *Mercados y Praxis Negocial*.

Gómez Pomar, F., & Gil Saldaña, M. (2021). Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. En R. S. Quetglas, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: *La Ley*.

Maldonado Molina, F.J. (2013). Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de mayo de 2012. Inexistencia de restricción a la libre competencia en pacto accesorio de no competir incluido en contrato de transmisión de participaciones sociales. *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, n° 91, págs. 223-250.

- Marcos, F. (2016). Los contratos de compraventa de empresas en España. Un análisis empírico (2013-2014). *Revista de Derecho Mercantil* N° 299 (Enero-Marzo 2016).
- Peironcely Anson, R. & Pérez Aguilera, L.M. (10 de junio de 2016). Impugnación judicial o arbitral de fusiones y escisiones. *Diario La Ley*, N° 8780, Sección Doctrina.
- Ravina Martín, P. (2021). Los ajustes de precio en los contratos de compra de empresas. En R. Sebastián Quetglas, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: La Ley.
- Vidal-Pardo del Río, M. (2013). Procedimiento simplificado de segregación intragrupo. *Uria Menéndez*.
- Vives Ruiz, F. (2020). Las modificaciones estructurales de las sociedades. En J. Jiménez Ibáñez, *Fundamentos de Derecho Empresarial. Derecho de Sociedades. Tomo II* (págs. 277-323). Pamplona: Aranzadi.
- Zarzalejos Toledano, I. (junio de 2018). Derecho de los socios a participar en las ganancias sociales. *LA LEY mercantil*, N° 48, Sección Sociedades / Opinión Legal.

## OTROS RECURSOS

- Alfaro, Águila- Real, J. (2012) “*El Supremo lo borda: análisis de la validez de las cláusulas de no competencia en contratos de transmisión de empresa*”. Obtenido de <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2012/06/el-supremo-lo-borda-analisis-de-la.html>.
- Borrachero Tamame, D. (2023). *Garantías en un proceso de compraventa de negocios*. Let & Get. Obtenido de <https://www.letandget.es/escrow/>
- Consultoria y Peritaciones C&P. (10 de enero de 2019). *¿Qué es un informe pericial, tipos y cuál es su precio?* Obtenido de: <https://consultoriayperitaciones.com/que-es-un-informe->

[pericial-tipos-](#)

[precio/#:~:text=El%20precio%20puede%20ir%20desde,500%E2%82%AC%20y%201500%E2%82%AC](#)

Córdoba Bueno, M. (12 de noviembre de 2024). *OPA obligatoria*. Expansión. Obtenido de <https://www.expansion.com/diccionario-economico/opa-obligatoria.html>

El Confidencial. (17 de diciembre de 2008). *Nace Campofrío Food Group tras la formalización de la fusión entre Campofrío y Groupe Smithfield*. El Confidencial. Obtenido de [https://www.elconfidencial.com/mercados/2008-12-17/nace-campofrio-food-group-tras-la-formalizacion-de-la-fusion-entre-campofrio-y-groupe-smithfield\\_872683/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2008-12-17/nace-campofrio-food-group-tras-la-formalizacion-de-la-fusion-entre-campofrio-y-groupe-smithfield_872683/)

Europa Press. (8 de octubre de 2019). *Quabit compra Rayet, la constructora de su presidente, por 14,3 millones*. Europa Press. Obtenido de <https://www.europapress.es/economia/noticia-quabit-compra-rayet-constructora-presidente-143-millones-20191008124224.html>

Expansión. (26 de diciembre de 2008). *La CNMV abre la puerta a las fusiones empresariales sin opa*. Expansión. Obtenido de <https://www.expansion.com/2008/12/25/inversion/1230236984.html>

La Ley. (s.f.). *Escisión de sociedades*. La Ley. Obtenido de [https://guiasjuridicas.laley.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUmJmWNDtbLUouLM\\_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAuwsB0zUAAAA=WKE#:~:text=La%20diferencia%20fundamental%20entre%20escisi%C3%B3n,segrega%20y%20no%20por%20sus](https://guiasjuridicas.laley.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUmJmWNDtbLUouLM_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAuwsB0zUAAAA=WKE#:~:text=La%20diferencia%20fundamental%20entre%20escisi%C3%B3n,segrega%20y%20no%20por%20sus)

LetsLaw. (11 de diciembre de 2023). *Mecanismos de ajuste al precio: Locked Box vs Completion Accounts*. Letslaw Tech Law & Finance. Obtenido de <https://letslaw.es/mecanismos-de-ajuste-al-precio-locked-box-vs-completion-accounts/#:~:text=El%20mecanismo%20de%20ajuste%20al,de%20la%20transferencia%20del%20riesgo>.

Luis Baños Abogados. (5 de agosto de 2024). *Cláusula Earn Out en la Compraventa de Empresas*.

- Luis Baños Abogados. Obtenido de: <https://abogadodeempresa.com/clausula-earn-out-en-la-compraventa-de-empresas/>
- Martínez Pérez, E. (25 de septiembre de 2024). *¿Vale todo en los pactos de no competencia postcontractual? El Tribunal Supremo se pronuncia*. KPMG Tendencias. Obtenido de <https://www.tendencias.kpmg.es/2024/09/pactos-no-competencia-postcontractual-tribunal-supremo/>
- Menges, M. & Frohm, M. (21 de abril de 2022). *Five considerations of completion accounts vs. locked box mechanisms*. EY. Obtenido de [https://www.ey.com/en\\_it/insights/law/locked-box-vs-completion-accounts](https://www.ey.com/en_it/insights/law/locked-box-vs-completion-accounts)
- Navas Mir, F. (21 de octubre de 2022). *Análisis de las limitaciones de los acuerdos de no competencia en adquisiciones de empresas*. AGM abogados. Obtenido de <https://www.agmabogados.com/analisis-de-las-limitaciones-de-los-acuerdos-de-no-competencia-en-adquisiciones-de-empresas/>
- Ojea, L. (2 de junio de 2024). *Siemens Gamesa: siete años de una fusión entre la alemana Siemens Wind y la española Gamesa que apunta a la UCI*. El Español. Obtenido de: [https://www.elespanol.com/invertia/empresas/energia/20240602/siemens-gamesa-anos-fusion-alemana-wind-espanola-apunta-uci/859414331\\_0.html](https://www.elespanol.com/invertia/empresas/energia/20240602/siemens-gamesa-anos-fusion-alemana-wind-espanola-apunta-uci/859414331_0.html)
- Rodríguez Canfranc, M. (18 de agosto de 2024). *¿Qué es la recompra de acciones y cómo beneficia a los accionistas?* BBVA. Obtenido de <https://www.bbva.com/es/economia-y-finanzas/que-es-la-recompra-de-acciones/>
- Sopeña Pinilla, M. (11 de septiembre de 2024). *El derecho de los acreedores a obtener garantías adecuadas en las modificaciones estructurales traslativas de patrimonio*. Noticias Jurídicas. Obtenido de <https://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/19539-el-derecho-de-los-acreedores-a-obtener-garantias-adecuadas-en-las-modificaciones-estructurales-traslativas-de-patrimonio/>
- VASIEDDMAKK Consulting. (26 de enero de 2021). *¿Cuánto Cuesta una Consultoría para*

*PYMES en España? Un Análisis Detallado*. VASIEDDMAKK Consulting. Obtenido de <https://vasieddmaak.com/desarrollo-organizacional/cuanto-cuesta-una-consultoria-para-pymes-en-espana-un-analisis-detallado/>

Ventura, M. (s.f.) Arbitraje vs. Proceso Judicial: 4 claves para conocer sus diferencias. Centro de Arbitraje, Cámara de Comercio de Lima. Obtenido de <https://www.arbitrajeccl.com.pe/arbitraje-vs-proceso-judicial-4-claves-para-conocer-sus-diferencias/>