

UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS ICAI-ICADE

MÁSTER UNIVERSITARIO EN ACCESO A LA ABOGACÍA Y A LA PROCURA

CASO PRÁCTICO PARA EL TRABAJO FIN DE MÁSTER

ESPECIALIDAD DERECHO DE LA EMPRESA

CURSO 2024/2025

Tutor: Thierfelder Grifoll, Maximiliano

Realizado por:

Lucas Borrego Silvy

MUAAP

GRUPO C

18/12/2024

MADRID

Índice

Introducción.	3
1. PARTE 1.	4
1.1. Punto 1.	4
1.2. Punto 2.	17
1.3. Punto 3.	22
1.4. Punto 4.	24
2. PARTE 2.	27
2.1. Punto 1.	27
2.2. Punto 2.	29
3. PARTE 3.	34
Bibliografía.	40

Introducción.

Un análisis pormenorizado del caso en cuestión permite comprender que nos hallamos ante una situación especial dentro del mundo de las fusiones y adquisiciones empresariales (“M&A”), puesto que no se trata de una convencional adquisición empresarial, que comprendería la totalidad del negocio, estructura y entidad de una sociedad comercial, sino que, por el contrario, estamos ante una operación de *carve-out* de M&A. Un *carve-out* de M&A «o escisión en el contexto de fusiones y adquisiciones es una venta parcial de una unidad de negocio de una empresa. Se diferencia de una simple fusión y adquisición en que es más compleja y tiene muchos más problemas involucrados»¹, con frecuencia, derivados de operaciones de desinversión de productos o zonas geográficas no esenciales para una empresa, como es el caso concreto. «El *carve-out* generalmente surge de la separación de un negocio, división o venta de activos (ingresos, costes relacionados, personas, activos, procesos, contratos, etc.) de la matriz. Esto ocurre por ejemplo cuando una empresa quiere concentrarse en el negocio principal, o quiere recaudar fondos o capital para adquisiciones, inversiones o reducir deuda»². Finalmente, cabe destacar que «los *carve-out* no sólo tienen un sentido económico, sino también estratégico ya que permiten al equipo directivo centrarse en las principales áreas de negocio, y estas operaciones suelen estar protagonizadas por grandes compañías multinacionales que deciden centrarse en mercados y negocios más operativos»³, que es la conclusión que resulta de analizar el caso respecto a las partes involucradas. En virtud de ello, la estructuración y gestión de la transacción de *carve-out* de este caso concreto, junto con las soluciones a aportar serán complejas, e irán más allá del tradicional esquema de soluciones contractuales para el M&A genérico. A continuación, se irán presentando las diversas soluciones y mecanismos contractuales y extracontractuales tendientes a resolver los desafíos presentes en este caso.

¹ Cfr. MCLAREN, Robbie, “*Carve-out M&A Transactions - a practical guide*”, Ed. Globe Law and Business, 2019, Surrey, Reino Unido.

² Cfr. PWC, “*Solución carve-out*”, disponible en <https://www.pwc.es/es/soluciones/consultoria/assets/solucion-carve-out.pdf> con fecha 12 de noviembre de 2024.

³ Cfr. VINCA CAPITAL, “*¿Qué son los Carve-Out? ¿Ha llegado su momento?*”, disponible en <https://vincacapital.com/que-son-los-carve-out-ha-llegado-su-momento/> con fecha 12 de noviembre de 2024.

1. PARTE 1.

1.1. Punto 1.

En primer lugar, con respecto a la primera consulta del equipo directivo de Atlas Capital en relación con el procedimiento sancionador de la Comisión Nacional de Mercados y Competencia (“CNMC”), habría que valorar la conducta llevada a cabo por Estrella del Mar, «puesto que, en el plano nacional las empresas, a la hora de valorar si un acuerdo, decisión o recomendación colectiva o práctica concertada o conscientemente paralela queda incurso en la prohibición del art. 1.1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (la “LDC”), han de constatar que en las mismas no se hacen presentes las condiciones y requisitos de los apartados 3 y 4 de dicho art. 1, pues, de ser así, la prohibición no entra en juego»⁴. Ello implica, que como primera medida para valorar los hechos, no resulta «necesario acudir a la CNMC como autoridad nacional de competencia, para obtener la exención de la prohibición del art. 1.1 LDC, sino que, al igual que en el Derecho comunitario, la prohibición del apartado 1 decae si concurren los requisitos del apartado 3 (o el supuesto del apartado 4)»⁵. Lamentablemente, las prácticas llevadas a cabo por Estrella del Mar no incurren en las excepciones planteadas por la norma, por lo que únicamente queda calificarlas como colusorias, infringiendo así el artículo 1.3 LDC, al encuadrar en el tipo de prácticas concertadas, y el artículo 101.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (“TFUE”), que prohíbe estas prácticas al considerarlas «incompatibles con el mercado común, quedando prohibidos todos los acuerdos, entre empresas, las decisiones de asociaciones de empresas y las prácticas concertadas que puedan afectar al comercio entre los Estados miembros y que tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado común y, en particular, los que consistan en repartirse los mercados o las fuentes de abastecimiento»⁶.

Esta calificación y una eventual conclusión sancionatoria tendría como resultado una serie de consecuencias adversas que podrían agruparse en cuanto a su grado de afectación a Estrella del Mar S.A. (“**Estrella del Mar**”), y por ende a nuestro cliente Atlas Capital en el proceso de adquisición. En este sentido, habría que clasificar las consecuencias adversas en tres categorías, según cómo fuera calificada la infracción de Estrella del Mar en virtud del

⁴ GALÁN CORONA, Eduardo, “*Tratado de derecho de la competencia y de la publicidad*”, Ed. Tirant Lo Blanch, publicado en julio de 2014, disponible en https://www.tirantonline.com/tol/documento/show/4431492?general=proceso+sancionador+conducta+colusoria&index=0&navigate_url=%2Fbase%2Ftol%2Fdoctrina%2Fsearches%2Fnavigate%3Ftoken_id%3D672f6527782c8a000e431b1a&next_index=1&num_found=4&pais=esp&search_type=doctrina&search_url=%2Fbase%2Ftol%2Fdoctrina%2Fsearches%3Findex%3D0%26token_id%3D672f6527782c8a000e431b1a&token_id=672f6527782c8a000e431b1a&controller=documents&action=show&appname=tol&legacy=true&librodoctrina=9212# con fecha 9 de noviembre de 2024.

⁵ Ibid.

⁶ VERSIÓN CONSOLIDADA DEL TRATADO DE FUNCIONAMIENTO DE LA UNIÓN EUROPEA, Art. 101.1, publicado por el Diario Oficial de la Unión Europea el 30 de marzo de 2010, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT> con fecha 9 de noviembre de 2024.

artículo 62 LDC: leves, graves y muy graves. Por lo pronto, entre las consecuencias inmediatas de cualquiera de estas infracciones se encontraría la imposición de multas, conforme a lo dispuesto por el artículo 63 LDC, mediante el cual se dispone un esquema de delineación sancionatoria que indica que las infracciones leves serán sancionadas con multa de hasta el 1 por ciento del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de la imposición de la multa, mientras que las infracciones graves serán sancionadas con multa de hasta el 5 por ciento del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de la imposición de la multa, y las infracciones muy graves serán sancionadas con multa de hasta el 10 por ciento del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de imposición de la multa. La determinación de este importe de multa dependerá de lo que la CNMC establezca guiándose por el artículo 64 LDC. Si no pudiera discernirse el volumen de negocios afectado, el artículo 63 LDC dispone montos fijos de multa que van desde los 100.000 hasta los 10 millones de euros.

Más allá de esta sanción, la CNMC posee amplia competencia para expandir los alcances punitivos mediante la aplicación de la interrupción de prácticas prohibidas del artículo 53 LDC, entre los que se encontraría la posibilidad de que la CNMC aplicase medidas cautelares en virtud del artículo 54 LDC que pudieran suponer una paralización de la actividad económica de la empresa hasta tanto se resolviese la situación anticompetitiva. Finalmente, entre las consecuencias más gravosas se encontraría la dispuesta por el artículo 1.2 LDC, esto es, la sanción civil de nulidad absoluta, la cual implica que «el acuerdo colusorio en cuestión no surte efectos entre las partes y no es oponible a terceros, siendo tampoco susceptible de confirmación, pues su nulidad deriva de que contraviene un interés público cual es el mantenimiento de la competencia en el mercado»⁷, que conlleva, en primer lugar, la inutilidad e ineficacia de todo lo actuado empresarialmente por Estrella del Mar relacionado con dicho acuerdo, pero, también podría tener como potencial consecuencia adversa la declaración de nulidad de la concesión demanial a Estrella del Mar del puerto de Santander y de otros puertos en los que tenga actividad. En virtud de los artículos 96, 97 y 119 del Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante (la “LPEMM”), la Autoridad Portuaria correspondiente posee la facultad de «revocar o cesar la concesión demanial portuaria, sin derecho a indemnización, cuando se hayan alterado los supuestos determinantes de su otorgamiento que impliquen la imposibilidad material o jurídica de la continuación en el disfrute de la concesión y, en casos de fuerza mayor, cuando, en ambos supuestos, no sea posible la revisión del título de

⁷ Cfr. GALÁN CORONA, Eduardo, “*Tratado de derecho de la competencia y de la publicidad*”, Ed. Tirant Lo Blanch, publicado en julio de 2014, disponible en https://www.tirantonline.com/tol/documento/show/4431492?general=proceso+sancionador+conducta+colusoria&index=0&navigate_url=%2Fbase%2Ftol%2Fdoctrina%2Fsearches%2Fnavigate%3Ftoken_id%3D672f6527782c8a000e431b1a&next_index=1&num_found=4&pais=esp&search_type=doctrina&search_url=%2Fbase%2Ftol%2Fdoctrina%2Fsearches%3Findex%3D0%26token_id%3D672f6527782c8a000e431b1a&token_id=672f6527782c8a000e431b1a&controller=documents&action=show&appname=tol&legacy=true&librodoctrina=9212# con fecha 9 de noviembre de 2024.

otorgamiento»⁸. Una revocación de esta índole llevaría aparejada, entre otras, la consecuencia del artículo 100 LPEMM, por medio de la cual, la empresa sancionada debería proceder a desmontar y desalojar cualquier establecimiento o espacio portuario concedido a sus expensas, lo cual, más allá de las pérdidas de actividad económica y ganancias que aparejaría la revocación de concesión, también hay que incluir los costos en los que debería incurrir Estrella del Mar para proceder con el desmontaje y retorno de espacios portuarios tras la extinción de la concesión. Finalmente, el artículo 312 LPEMM establece que se podrán imponer multas y sanciones accesorias de suspensión a las empresas que incurren en infracciones relativas al uso del puerto, prestación de servicio portuario y otras actividades relacionadas, que podrían agregarse al conjunto de sanciones enumeradas precedentemente.

Para lograr aplacar las posibles contingencias derivadas de la situación referida, en primer lugar, si las condiciones lo permitiesen como un paso previo a la negociación y conclusión del contrato de compraventa, aconsejaría al cliente que suscribiese determinados documentos precontractuales en fase previa, concretamente un *Memorandum of Understanding* (“**MoU**”), y un *Letter of Intent* (“**LoI**”), con Estrella del Mar con anterioridad al contrato de compraventa de la división *target*. Resulta importante destacar que estos documentos precontractuales son genéricos en M&A, pero al tratarse este caso de una *carve-out* de M&A, cobran mayor relevancia, ya que permiten definir con mayor precisión los cauces por los que discurrirá la negociación y conclusión de la operación. El MoU consiste en un documento precontractual que «refleja la intención de dos o más partes de celebrar una transacción comercial propuesta en términos específicos en el futuro, describiendo para ello los términos y condiciones materiales de la transacción propuesta y sirviendo como referencia para las partes a medida que negocian, finalizan y ejecutan un acuerdo definitivo con respecto a la transacción, para asegurarse de que acuerdan los términos principales de la transacción propuesta antes de gastar una cantidad significativa de tiempo y dinero negociando el acuerdo definitivo»⁹. De esta forma, por medio del MoU se dejaría en claro que hay negociaciones avanzadas en la adquisición, y estipularía una serie de pautas no sujetas a negociación adicional que se encontrarían condicionadas a la conclusión del contrato mismo, los cuales se enfocarían en el reconocimiento expreso de Estrella del Mar del proceso sancionador de la CNMC, la posible consecuencia gravosa derivada de este proceso, así como de las posibles contingencias colaterales vinculadas a su concesión en las operaciones afectadas. En concreto, establecería un conjunto de obligaciones y responsabilidades por parte de Estrella del Mar, que buscasen garantizar que faciliten información completa y actualizada del proceso sancionador de la CNMC, así como estipularía parámetros objetivos de la negociación con

⁸ Cfr. 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, Art. 97.2, publicado en el BOE núm. 253, del 20/10/2011, disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2011-16467&p=20240802&tn=0> con fecha 9 de noviembre de 2024.

⁹ Cfr. BLOOMBERG LAW, “*M&A, Drafting Guide - Memorandum of Understanding*”, disponible en <https://www.bloomberglaw.com/external/document/XET6SQQG000000/m-a-drafting-guide-memorandum-of-understanding> con fecha 13 de noviembre de 2024.

efecto vinculante, tales como el derecho de desistimiento sin penalización por parte del cliente en caso de resolución adversa en el proceso, un apartado indemnizatorio en caso de asunción del coste económico o pérdida de negocio por la sanción si la compraventa sale adelante. Sin embargo, es importante destacar que, «pese a que el MoU sirve principalmente como una expresión de interés para celebrar un acuerdo definitivo vinculante, las disposiciones de un MOU generalmente no son vinculantes»¹⁰ *per se*, y concretamente, en España, el MoU «no se trata de un contrato en sí, ya que carece de formalidad específica, sino que simplemente es una declaración de voluntades recíprocas que puede asimilarse a un borrador de contrato, y que pese a carecer de efecto jurídico vinculante, es una declaración de voluntad de alto valor ético para las partes que lo suscriben»¹¹. De esta forma, «al no tener efectos legales, no se puede hablar de incumplimiento en términos jurídicos si alguna de las partes no cumple con lo establecido en el MoU, ya que este se limita a servir como un acuerdo preliminar o un borrador que precede a un potencial acuerdo formal y vinculante, como un contrato o un convenio, y de esta forma, esencialmente, el MoU proporciona un marco inicial para las negociaciones y establece una base para la colaboración futura, pero no crea obligaciones legales»¹². Dado que el MoU no cuenta con fuerza vinculante, su sentido radica específicamente en servir como una hoja de ruta sobre la cual construir un acuerdo que sí sea vinculante, por ello, suscribir uno le permitirá al cliente sentar las bases vinculantes sobre las que se construirá el SPA. Lo mismo sucede con el LoI, un documento precontractual no vinculante «que describe un acuerdo en principio para que el comprador compre el negocio del vendedor, indicando el precio y los términos propuestos, que resulta necesaria antes de que el comprador proceda con la fase de *due diligence* de la adquisición, y que permite detallar el precio y los términos de pago de la transacción, e incluye elementos como la descripción de los activos que se comprarán, los pasivos asumidos, los términos del acuerdo de no competencia del vendedor, el cronograma para la *due diligence* y el cierre, una disposición de confidencialidad y una disposición de exclusividad, comúnmente conocida como "cláusula de no compra"»¹³. Por todo ello, es que pese a la falta de vinculación del LoI, resultaría de esencial importancia que el cliente suscribiese uno, para fijar así las intenciones de las partes con respecto a la negociación y se dispusieran las pautas orgánicas de la transacción que se celebrará. Adicionalmente, aconsejaría al cliente que suscribiese un *term sheet*, esto es, un «documento no vinculante firmado por el destinatario y el posible comprador que describe los principales términos de la adquisición propuesta, que, si bien no es vinculante, sí puede contener disposiciones vinculantes con respecto a la exclusividad y la confidencialidad de la

¹⁰ Cfr. Ibid.

¹¹ Cfr. LETSLAW – TECH LAW & FINANCE, “Memorándum de entendimiento”, publicado el 7 de septiembre de 2020, disponible en <https://letslaw.es/memorandum-de-entendimiento/> con fecha 10 de noviembre de 2024.

¹² Cfr. EUROINNOVA, “¿Qué es un memorándum de entendimiento y para qué sirve?”, disponible en <https://www.euroinnova.com/derecho/articulos/memorandum-de-entendimiento> con fecha 11 de noviembre de 2024.

¹³ Cfr. CORPORATE INVESTMENT – SELLSIDE M&A ADVISORS, “M&A Update: What is a Letter of Intent (LOI) in M&A – and Why Use One?”, disponible en [https://corpinvest.com/letter-of-intent-loi-m-and-a/#:~:text=The%20Letter%20of%20Intent%20\(LOI,du%20diligence%E2%80%9D%20phase%20of%20acquisition](https://corpinvest.com/letter-of-intent-loi-m-and-a/#:~:text=The%20Letter%20of%20Intent%20(LOI,du%20diligence%E2%80%9D%20phase%20of%20acquisition) con fecha 13 de noviembre de 2024.

operación»¹⁴, así como respecto a condiciones contractuales que sirviesen de guía en la celebración de la compraventa.

Independientemente de que fuera o no posible pactar la celebración de estos documentos precontractuales en fase previa a la compraventa, convendría aplicar remedios contractuales directamente en el contrato de compraventa, mediante el establecimiento de una serie de cláusulas y condiciones de garantía en favor de Atlas Capital en la documentación contractual de la compraventa, así como concluir determinados pasos contractuales que mitiguen el posible impacto que pudiera generar la contingencia, pero también para paliar los alcances de la tradicional asimetría informativa en la que se encuentran las partes en estas operaciones de M&A, en las que el comprador se encuentra en desventaja. Entre las distintas opciones que pudieran adoptarse, se encuentran: incluir condiciones suspensivas que permitan opciones de salida, y determinadas cláusulas en el *Share Purchase Agreement* (“SPA”), tales como la cláusula suspensiva de ausencia de cambio material adverso (“MAC”), así como incluir cláusulas de manifestaciones y garantías o *representations and warranties* (“R&W”), y cláusulas de garantía; por otro lado, puede sugerirse la suscripción de seguros de *Warranty and Indemnity* (“W&I insurance”). La aplicación de estas medidas pudiera darse de forma conjunta o separada, según el ánimo de negociación que tengan las partes, y estarían especialmente supeditadas a la voluntad de Estrella del Mar de someterse a estas, y en caso contrario, de que el cliente opte por aceptar dicha negativa e incorporar opciones menos estrictas.

En primer lugar, la opción que mejor protegería al cliente sería la de incluir directamente en el contrato de compraventa condiciones suspensivas que permitan opciones de salida al cliente, así como R&W, *specific indemnities*, W&I insurance, y cláusulas de garantía. Las condiciones suspensivas que sugeriría incluir en el contrato de compraventa pretenderían establecer una serie de hitos que se vayan sucediendo para registrar el avance del proceso de compraventa, tal como supeditar la concreción de la compraventa a la emisión de la resolución sancionadora de la CNMC, dando lugar así a un lapso de tiempo de periodo interino que le permita a Atlas Capital analizar con cautela el avance del estado de la compraventa y el eventual progreso en el proceso sancionador que pueda recaer sobre Estrella del Mar, que suspendería los efectos del contrato respecto a la obligación de comprar y la obligación de vender. Estas condiciones suspensivas se estructurarían en torno a la concreción de ciertos hitos de la transacción, y se encontrarían amparadas por los artículos 1114 y 1462 Código Civil, ya que se subordinaría la eficacia de la compraventa a la puesta en poder del comprador del objeto de la transacción, de forma tal que el acto formal de cierre transaccional se vería dilatado en el tiempo, limitando el alcance de las posibles condiciones adversas referidas precedentemente. Ello genera una situación de que la eficacia de las consecuencias

¹⁴ Cfr. DLA PIPER, “*M&A term sheets 101*”, disponible en <https://www.dlapiperaccelerate.com/knowledge/2017/m-a-term-sheet-101.html#:~:text=What%20is%20a%20term%20sheet,%2Dsolicitation%2C%20exclusivity%20and%20confidentiality>, con fecha 12 de noviembre de 2024.

del contrato y el cumplimiento de las obligaciones depende de que el vínculo obligacional sea legalmente eficaz, para que el acreedor pueda exigir al deudor la prestación debida; esto es, que el contrato es eficaz en sí mismo, pero produce sus efectos y las obligaciones principales se despliegan una vez se produzca el cumplimiento de las condiciones suspensivas. En virtud de ello, se podría determinar «la facultad de desistimiento por parte del comprador en el caso de que se impongan compromisos (de desinversión normalmente) considerados inasumibles, como en caso de una sanción de la CNMC, siendo que el periodo para la verificación del cumplimiento de las condiciones suspensivas oscila en la mayoría de los casos entre 3 y 6 meses»¹⁵, lo cual otorgaría tiempo considerable a Atlas Capital para no concluir la compraventa.

Por otro lado, incluiría dentro de estas condiciones suspensivas un apartado de MAC, conjunto de cláusulas «que identifican —generalmente mediante una compleja combinación de *carve-outs* y *carve-ins*— aquellos eventos que permitirán al comprador desistir del contrato ya celebrado cuando en el curso del proceso hasta la efectiva adquisición caiga de manera importante el valor de la empresa adquirida, y que facultan al comprador a apartarse del contrato o, en su caso, a renegociar los términos del mismo, cuando en el periodo interino que media entre la firma del contrato de compraventa y el cierre de la operación se producen circunstancias, acontecimientos, cambios o efectos que, individualmente o en su conjunto, afectan o pueden razonablemente afectar, de manera adversa, relevante y, habitualmente, también de manera específica y singular —esto es, no por razones económicas generales— a la empresa adquirida»¹⁶, específicamente condicionando de esta forma, la realización de la operación de compraventa a que no se produzca la circunstancia adversa de la sanción de CNMC o de otros entes administrativos, así como incluiría bajo esta cláusula otros acontecimientos que pudieran suponer un cambio sustancial respecto de la situación existente en el momento del cierre de la compraventa, de tal forma que la operación nunca llegue a consumarse. «Como regla general, las cláusulas MAC otorgan a la parte correspondiente el derecho a resolver el contrato en caso de que se produzca el cambio material adverso»¹⁷, por lo que incluiría dicha potestad contractual en favor de Atlas Capital. Asimismo, en el marco de la cláusula MAC, se podría incluir un escenario sobreviniente posterior al acaecimiento de la sanción administrativa que permitiese a las partes una renegociación de los términos de compraventa, así como desbloquear apartados indemnizatorios que compensen al comprador por la afectación pecuniaria derivada de la sanción. En este sentido, «las cláusulas MAC

¹⁵ IE, “*Los contratos de M&A en España*”, disponible en https://www.ie.edu/business/centros/Proyectos/Informe%20Estudio%20MA_definitivo%2024112015.pdf con fecha 11 de noviembre de 2024.

¹⁶ Cfr. GÓMEZ POMAR, Fernando, “*Daños y perjuicios en las operaciones de compraventa de empresa*”, Revista de Derecho Civil, vol. IX, núm. 2 (abril-junio, 2022), Estudios, pp. 1-69, ISSN 2341-2216, disponible en <http://nreg.es/ojs/index.php/RDC> con fecha 14 de noviembre de 2024.

¹⁷ MESA, José María, “*Las cláusulas MAC o ‘material adverse change’*”, disponible en [https://www.mariscal-abogados.es/las-clausulas-mac-o-material-adverse-change/#:~:text=Las%20cl%C3%A1usulas%20MAC%20\(en%20ingl%C3%A9s,contrato%20o%20privarle%20de%20sentido](https://www.mariscal-abogados.es/las-clausulas-mac-o-material-adverse-change/#:~:text=Las%20cl%C3%A1usulas%20MAC%20(en%20ingl%C3%A9s,contrato%20o%20privarle%20de%20sentido) con fecha 11 de noviembre de 2024.

ofrecen una salida contractual sin incurrir en incumplimiento contractual, permitiendo así una asignación contractual de los riesgos de la operación, lo que resulta esencial en contratos de naturaleza compleja»¹⁸ como el caso en cuestión, así como permiten «definir con detalle y precisión la cuantificación del impacto económico que la eventualidad prevista deberá acarrear en el target»¹⁹.

En el marco del periodo interino resultante de aplicar las condiciones suspensivas mencionadas, es que sugeriría al cliente la inclusión en el contrato de un esquema de implementación de un comité de seguimiento compuesto por representantes del comprador y el vendedor, cuya función sería la de supervisar la gestión empresarial de la división *target* hasta que se cumplan las condiciones para el cierre.

Dado que las condiciones suspensivas de por sí no generan suficiente responsabilidad al vendedor, es que sugeriría incluir en el contrato un apartado de R&W. Las cláusulas R&W constituyen un conjunto de representaciones y garantías que contractualmente disponen un régimen específico de responsabilidad para las partes, en el que «el vendedor otorga unas declaraciones, tanto de título y capacidad, como de negocio de la sociedad cuyas acciones o participaciones se adquieren, y cuyo incumplimiento o falta de veracidad genera que el vendedor deba indemnizar al comprador por los daños que sufra este o la sociedad»²⁰. Para su puesta en práctica, aconsejaría al cliente que designe los aspectos esenciales de la contingencia principal, esto es, la posible sanción administrativa de la CNMC, así como respecto a otras contingencias que se deseen incluir, y vincular su acaecimiento a consecuencias específicas, como el deber de Estrella del Mar a indemnizar al cliente, y el valor de indemnización debida. «Esta vinculación específica de consecuencias de contingencias a compromisos de indemnización del vendedor y su regulación para el caso de que finalmente se materialicen dichas contingencias, es lo que da origen a las *specific indemnities*»²¹, que serán analizadas posteriormente. Lo que resulta atractivo de emplear este esquema de R&W y *specific indemnities* radica en su amplitud de cobertura de responsabilidad, que no solo excede la potestad de reclamación del comprador reconocida por los artículos 1101 y 1124 del Código Civil, y por senda jurisprudencia del Tribunal Supremo, como **TS (Civil), sec. 1ª, S 27-03-2019, nº 187/2019, rec. 1120/2015**; sino que incluso va más allá del tradicional régimen de responsabilidad del Código Civil de los artículos 1474 y 1484 y siguientes, respecto a la responsabilidad por evicción y el saneamiento por vicios ocultos. Esto se debe a que el sistema del Código Civil con respecto al saneamiento por vicios ocultos plantea una serie de inconvenientes: «el conocimiento del comprador, a través del proceso de *due diligence*,

¹⁸ Ibid.

¹⁹ IE, “Los contratos de M&A en España”, disponible en https://www.ie.edu/business/centros/Proyectos/Informe%20Estudio%20MA_definitivo%2024112015.pdf con fecha 11 de noviembre de 2024.

²⁰ Cfr. CUATRECASAS, “10 claves en la litigación de M&A”, publicado en abril de 2023, disponible en <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercantil/art/ma-responsabilidad-vendedor-compraventas-empresa> con fecha 13 de noviembre de 2024.

²¹ Cfr. Ibid.

perjudica la posterior reclamación de responsabilidad, ya que se entiende que el vicio al conocerse no cumple con el presupuesto de ser oculto o que debió conocerse; tampoco existe responsabilidad por riesgos contingentes o inexistentes al momento de compra que se materializan con posterioridad a la misma, y en términos formales, es preciso acreditar la gravedad o esencialidad del vicio y se cuenta con un brevísimo plazo de prescripción de la responsabilidad del vendedor por esta vía»²². «Por otra parte, el régimen legal existente sobre riesgos —en sentido jurídico, más restringido que el económico— es claro que incide sobre la asignación de los riesgos relevantes asociados a la operación de compraventa de empresa. Así, de acuerdo con el régimen de transmisión de los riesgos por pérdida o deterioro fortuito de la cosa vendida previsto en el régimen del contrato de compraventa del Código civil (arts. 1452, 1096 y 1182 CC), el vendedor de la empresa no está en principio obligado a soportar los riesgos que se hayan materializado en el periodo interino entre la firma del contrato de compraventa y el cierre de la adquisición, pues el contrato anterior al cierre es un contrato ya perfeccionado. Una vez perfecto el contrato, el riesgo de pérdida o deterioro de la cosa, cuando todavía esté en manos del vendedor, y por causa ajena a su voluntad o actuación, deberá ser soportado por el comprador (*periculum est emptoris*), quien además tendrá que pagar el precio pactado o no podrá recuperarlo si ya lo hubiera pagado»²³.

Por el contrario, un sistema combinado de R&W con *specific indemnities*, genera un régimen de responsabilidad contractual basado en la autonomía de la voluntad de las partes contratantes, de forma tal que, «con la simple afirmación, el vendedor asumirá el riesgo de falsedad o inexactitud de su declaración, por lo que si el riesgo ocurre, debe responder; ello genera que no importe, por tanto, el estado subjetivo del comprador, ya que se amplía el horizonte de riesgo a daños imprevisibles al tiempo del contrato, se elimina el riesgo de la inesencialidad o gravedad del vicio, y se amplía el periodo de prescripción de la responsabilidad por R&W (vía pacto entre las partes)»²⁴. Estas cláusulas de R&W especificarían una serie de manifestaciones del vendedor, tales como «promesas de conducta futura del vendedor o garantía de ciertos hechos, resultados o contingencias futuras»²⁵, entre la que se incluiría la referida al proceso sancionador de la CNMC, así como «declaraciones del vendedor acerca de la existencia o subsistencia de ciertos hechos pasados o presentes, declaraciones del vendedor mediante las cuales se manifieste su creencia en determinados acontecimientos futuros o su predicción acerca de los estados futuros de la empresa, y declaraciones acerca del valor y trascendencia de las propias manifestaciones y garantías o de

²² Cfr. SANZ GONZÁLEZ, María, ILP Abogados, “*Reps and Warranties (R&W)*”, publicado el 18 de octubre de 2022, disponible en <https://www.ilpabogados.com/reps-and-warranties-rw/> con fecha 13 de noviembre de 2024.

²³ Cfr. GÓMEZ POMAR, Fernando, “*Daños y perjuicios en las operaciones de compraventa de empresa*”, Revista de Derecho Civil, vol. IX, núm. 2 (abril-junio, 2022), Estudios, pp. 1-69, ISSN 2341-2216, disponible en <http://nreg.es/ojs/index.php/RDC> con fecha 14 de noviembre de 2024.

²⁴ Cfr. SANZ GONZÁLEZ, María, ILP Abogados, “*Reps and Warranties (R&W)*”, publicado el 18 de octubre de 2022, disponible en <https://www.ilpabogados.com/reps-and-warranties-rw/> con fecha 13 de noviembre de 2024.

²⁵ Cfr. GÓMEZ POMAR, Fernando, “*Daños y perjuicios en las operaciones de compraventa de empresa*”, Revista de Derecho Civil, vol. IX, núm. 2 (abril-junio, 2022), Estudios, pp. 1-69, ISSN 2341-2216, disponible en <http://nreg.es/ojs/index.php/RDC> con fecha 14 de noviembre de 2024.

algunas de ellas»²⁶, entre otras.

Estas cláusulas R&W serían de aplicación tanto durante el periodo interino, como en la fecha de cierre, por medio del cual «se plasmaría la base sobre la cual se ha formado el consentimiento del comprador para proceder a formalizar la compra, desde la creencia de que lo manifestado y garantizado por el vendedor en estas cláusulas es exacto, completo y veraz; de tal forma que, si se produjera un daño como consecuencia de que lo manifestado no reuniera esos tres caracteres esenciales, dicho daño deberá indemnizarse»²⁷. Como primera opción, dadas las circunstancias del caso, intentaría no incluir un límite máximo de responsabilidad para el vendedor, sin embargo, «siendo que resultaría poco razonable que este asuma una responsabilidad que excediera el valor del precio recibido por la venta de la división target, se debería establecer una cuantía de límite máximo de responsabilidad o *cap*, que suele ser el del propio precio, siendo no obstante mayoría aquéllas transacciones en que el *cap* oscila entre el 10%-50% del precio»²⁸. Sin embargo, dado que Atlas Capital se trata de un fondo de *private equity*, «sugeriría situar el *cap* entre el 25% y el 50% del precio»²⁹. Por otro lado, aconsejaría fijar un *minimis* o «importe mínimo para que el daño resulte indemnizable por el deudor, así como un *basket*, esto es, la cantidad a partir de la cual el vendedor responderá de los daños indemnizables, pudiéndose establecer que el vendedor responda desde el primer euro, o por el exceso de la franquicia»³⁰. Lo mismo sucedería respecto al plazo de duración de las R&W, siendo que «el periodo de tiempo que suele pactarse en los contratos de M&A para estas cláusulas suele oscilar entre los 18 meses y los 3 años a contar desde la fecha de cierre»³¹; por lo que aconsejaría extenderlas al máximo plazo razonable de 3 años. Sugeriría al cliente que le conceda a Estrella del Mar la posibilidad de contratar un seguro o póliza por las R&W, especialmente aquellas de índole financiero o que fijasen intereses. Finalmente, aconsejaría definir el procedimiento de reclamación si alguna contingencia se materializa, incluyendo no solo la reclamación entre las partes sino también reclamaciones de terceros, y para ello dispondría de «una serie de pasos específicos a seguir, y con reglas específicas que van desde la forma de efectuar las notificaciones o de qué parte se encargará de la defensa del asunto, hasta el mecanismo para cuantificar el daño, o la forma y plazos para realizar el pago de la indemnización»³².

²⁶ Cfr. Ibid.

²⁷ AKTION LEGAL, “La manifestaciones y garantías del vendedor en la compraventa de empresa”, publicado con fecha 8 de junio de 2022, disponible en <https://www.aktionlegal.com/la-manifestaciones-y-garantias-del-vendedor-en-la-compraventa-de-empresa/> con fecha 13 de noviembre de 2024.

²⁸ Ibid.

²⁹ Cfr. Ibid.

³⁰ Cfr. MENCHACA VITE, Julio, “Las R&W e Indemnities en las operaciones de M&A”, publicado el 29 de agosto de 2022, disponible en <https://www.agmabogados.com/las-rw-indemnities-en-las-operaciones-de-ma/> con fecha 14 de noviembre de 2024.

³¹ Cfr. CUATRECASAS, “10 claves en la litigación de M&A”, publicado en abril de 2023, disponible en <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercantil/art/ma-responsabilidad-vendedor-compraventas-empresa> con fecha 13 de noviembre de 2024.

³² Cfr. MENCHACA VITE, Julio, “Las R&W e Indemnities en las operaciones de M&A”, publicado el 29 de agosto de 2022, disponible en <https://www.agmabogados.com/las-rw-indemnities-en-las-operaciones-de-ma/> con fecha

Por otro lado, como fuera mencionado, como consecuencia de incluir cláusulas R&W, es que resulta que la inclusión de *specific indemnities* permitiría una mayor cobertura de protección para el cliente, siendo que estas consisten «en instrumentos de indemnización al comprador distinto al régimen de declaraciones y garantías que se utilizan para las contingencias especialmente relevantes que ya fueran conocidas antes de la firma del contrato de compraventa de empresa con objeto de cubrir el riesgo del comprador en caso de que dichas contingencias se materialicen tras el cierre de operación»³³. Aconsejaría al cliente que incluyera *specific indemnities* que identificasen los riesgos de la operación por el proceso administrativo del CNMC, que dispusieran reparaciones concretas y por las que debiera responder el vendedor en caso de multas y otras consecuencias económicas como resultado de la sanción de CNMC, y no el comprador después de producido el cierre. Usualmente, en la práctica M&A, este tipo de remedios suele ser utilizado a partir de que el comprador se percató de una contingencia en la *due diligence*, como sucede en este caso, y entre otras cuestiones, las *specific indemnities* permiten «acordar con el vendedor que este asuma íntegramente las consecuencias económicas negativas asociadas a la contingencia, en lugar de acudir a modificar el precio o abandonar la operación»³⁴. En línea con lo referido precedentemente, convendría al cliente estipular unas *specific indemnities* que regulen específicamente cómo cuantificar el daño en caso de que se materialice la sanción de la CNMC, y que incluya la potestad de reclamación por daños desde el momento preciso en que se pueda cuantificar el impacto económico de la sanción administrativa, sin necesidad de que se haya producido el desembolso efectivo de pago de la multa. Adicionalmente, se debería especificar en las *specific indemnities*, la posibilidad de que «el comprador solo tenga que probar o acreditar el daño y la relación de causalidad, y no el incumplimiento de una manifestación y garantía»³⁵.

En línea con lo anterior, convendría incluir W&I insurance, esto es, «una póliza de seguro que cubre la responsabilidad del vendedor en caso de incumplimiento de las garantías por parte del vendedor en un SPA, que consiste en una alternativa a la indemnización tradicional establecida en las transacciones de M&A con múltiples corredores de seguros que ofrecen el producto»³⁶. Dentro de estas pólizas, encontramos las pólizas de W&I insurance que están disponibles para el vendedor (*seller-side policy*), las cuales permiten al vendedor de una operación transferir el riesgo o impacto económico resultante de aceptar las cláusulas R&W y los *specific indemnities* entre múltiples agentes, de forma tal que, en este caso facilitaría la posibilidad de que Estrella del Mar aceptase estas cláusulas, ya que la consecuencia económica de un incumplimiento por su parte no le afectaría en su totalidad, sino que estaría repartido entre varios. En virtud de ello, la dinámica sería la siguiente: «en las

14 de noviembre de 2024.

³³ Cfr. Ibid.

³⁴ Cfr. Ibid.

³⁵ Cfr. Ibid.

³⁶ Cfr. PWC, “*Seguro W&I en transacciones de fusiones y adquisiciones*”, publicado el 20 de abril de 2022, disponible en <https://www.pwclegal.be/en/news/w-i-insurance-in-m-a-transactions.html> con fecha 10 de noviembre de 2024.

seller-side policies de W&I insurance, el comprador reclama al vendedor en virtud de la SPA R&W, y el vendedor luego reclamará al asegurador en virtud de la póliza»³⁷. Por el contrario, dentro del W&I insurance, también existen las pólizas destinadas a cubrir al comprador (*buyer-side policy*), por medio de las cuales, «el comprador reclama directamente contra la aseguradora para recuperar la pérdida económica resultante de la contingencia»³⁸, sin intervención alguna del vendedor. Esto podría resultar más conveniente al cliente, ya que le ofrecería garantía adicional del cobro de indemnización por la contingencia, incluso si Estrella del Mar no desembolsa la indemnización, o si esta no suscribe un *seller-side policy* de W&I insurance, por lo que aconsejaría al cliente que suscriba un W&I insurance, aun cuando Estrella del Mar no aceptase hacerlo por su cuenta. Como fuera, «en ambos casos, la póliza está destinada a dar cobertura al incumplimiento del R&W del vendedor en el SPA, y el principio general es que la situación del asegurado no puede ser mejor de lo que era antes de suscribir la póliza»³⁹. En definitiva, «de manera similar a los productos de seguros tradicionales, el seguro W&I brinda cobertura para ciertos riesgos en beneficio de la parte asegurada, limitando su responsabilidad»⁴⁰. Por todo lo mencionado, esto resultaría sumamente beneficioso para el cliente, ya que supondría «que las reclamaciones se presentasen directamente contra la aseguradora, lo cual significa que el comprador estará mejor protegido frente a riesgos mayores como la posible insolvencia del vendedor»⁴¹. Adicionalmente, «el mero hecho de que el comprador tenga un seguro de daños y perjuicios también inducirá al vendedor a aceptar un precio de compra más bajo»⁴². Finalmente, resulta importante destacar que, independientemente del tipo de *policy* contratada, estas pólizas de W&I insurance suelen comprender dos modalidades: «sin recurso al vendedor, es decir, el vendedor no tiene ninguna responsabilidad frente al comprador en caso de falta de veracidad de las R&W (a excepción, normalmente, de las R&W de título y capacidad), y el comprador únicamente puede recurrir al mecanismo de cobertura del W&I insurance pautado; o con recurso al vendedor, esto es, que se pacte en el SPA un esquema y límite de responsabilidad por medio de los cuales, en caso de ser superados por la contingencia, también debe responder el vendedor»⁴³. Considero que resultaría más beneficioso para el cliente que optase por la póliza con recurso al vendedor.

Asimismo, sugeriría incluir garantías en favor del cliente para asegurar el pago de

³⁷ Cfr. CUATRECASAS, “W&I insurance”, publicado en enero de 2022, disponible en <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercantil/art/ma-responsabilidad-vendedor-compraventas-empresa> con fecha 13 de noviembre de 2024.

³⁸ Cfr. Ibid.

³⁹ Cfr. Ibid.

⁴⁰ Cfr. PWC, “Seguro W&I en transacciones de fusiones y adquisiciones”, publicado el 20 de abril de 2022, disponible en <https://www.pwclegal.be/en/news/w-i-insurance-in-m-a-transactions.html> con fecha 10 de noviembre de 2024.

⁴¹ Cfr. Ibid.

⁴² Cfr. Ibid.

⁴³ Cfr. CUATRECASAS, “10 claves en la litigación de M&A”, publicado en abril de 2023, disponible en <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercantil/art/ma-responsabilidad-vendedor-compraventas-empresa> con fecha 13 de noviembre de 2024.

posibles daños, no solo ante la eventualidad de la sanción administrativa de la CNMC. En este sentido, el cliente contaría con variedad de garantías. En primer lugar, podría optar por emplear el depósito en garantía (*escrow*), esto es, «un depósito en garantía de cierta cantidad de dinero que asegurase la operación (o parte de ella), que se devolverá cuando finalice el periodo de garantía de contingencias estipulado, para lo que se puede contratar los servicios de una entidad o profesional que actúe como agente de *escrow*, que velará por la formalización del pago bajo condiciones estipuladas»⁴⁴. En caso de terminar el plazo sin exigencia de pago del *escrow*, por no haber surgido contingencias, el dinero se liberaría y se le entrega a Estrella del Mar. En segundo lugar, en caso de que el *escrow* no fuera aceptado, se puede proponer un aval bancario, esto es, un contrato separado e independiente del SPA, el cual «permite respaldar la operación con la solvencia de un tercero, que habitualmente será una entidad financiera, que podrá pactarse a primer requerimiento, y sin beneficio de excusión, lo cual facilita el pago inmediato por parte de la entidad de crédito; en este caso, se constituye una garantía en una obligación de pago en favor de cualquiera de las partes, de manera que el banco responderá en caso de existir una obligación de pago derivada de alguna de las contingencias reguladas en el contrato»⁴⁵. Finalmente, si ninguna de estas opciones de garantía funciona, se puede recurrir a la retención temporal de una parte del precio de la compraventa, «ya sea por el comprador, como mediante constitución de un depósito con un tercero, y que únicamente se libere una vez recibidas las instrucciones tras comprobar el cumplimiento de las condiciones suspensivas a las que se encuentra sujeta dicha retención o depósito»⁴⁶. Finalmente, otra opción que pudiera ser de utilidad, en caso de que el *escrow* o el aval no fueran aceptables, y la retención parcial del precio tampoco fuera asumible por Estrella del Mar, aconsejaría al cliente que optase por una solución que busque la disminución del riesgo de la operación, lo cual se podría lograr mediante un contrato de financiación de *leveraged buyout* (“**LBO**”), que consiste en que una firma de capital privado o *private equity* contribuya en el precio de la operación, de forma tal que este resultaría en una combinación de capital propio del cliente y de deuda. En los LBO, «la empresa adquirida actúa como garantía para la financiación obtenida, lo que permite a los inversores utilizar los activos y los flujos de caja de la empresa para respaldar el préstamo»⁴⁷, por lo que el cliente no tendría inconveniente en recurrir a este servicio con tal de disminuir su afectación económica en caso de contingencias, aunque fuera respecto al caudal monetario que emplease para concluir la operación. Sea cual fuera la opción de garantía utilizada, sugeriría realizar una *due diligence* del estado financiero

⁴⁴ Cfr. BORRACHERO TAMAME, Daniel, LET&GET, “*Escrow; Garantías en un proceso de compraventa de negocios*”, publicado el 18 de julio de 2023, disponible en <https://www.letandget.es/escrow/> con fecha 13 de noviembre de 2024.

⁴⁵ Cfr. AGM ABOGADOS, “*Garantías para contingencias en contratos de compraventa de empresas (SPA)*”, publicado el 20 de septiembre de 2022, disponible en <https://www.agmabogados.com/garantias-contingencias-spa/> con fecha 20 de noviembre de 2024.

⁴⁶ Cfr. CAMPOS FAURA, Miquel, AUGUSTA ABOGADOS, S.L.P., “*Garantías en operaciones de M&A*”, publicado el 31 de marzo de 2021, disponible en <https://lex.ahk.es/actualidad-juridica/garantias-en-operaciones-de-ma> con fecha 13 de noviembre de 2024.

⁴⁷ Cfr. MODELANDUM, “*El Leveraged Buyout (LBO). ¿Qué es?*”, publicado el 14 de junio de 2023, disponible en <https://modelandum.com/el-leveraged-buyout-lbo-que-es/> con fecha 13 de noviembre de 2024.

de Estrella del Mar, para verificar el grado de riesgo que conllevaría el impacto de la sanción administrativa de la CNMC y otras contingencias financieras en sus balances, para que, de esa forma, se opte por un modelo u otro de aseguramiento.

En caso de que Estrella del Mar no acceda a incluir las mencionadas soluciones en el contrato de compraventa, es que sugeriría al cliente que pacte una cláusula de ajuste de precio ante el eventual impacto de la sanción administrativa de la CNMC. Esta cláusula «permite ajustar al alza o a la baja el precio inicialmente pactado por las partes dependiendo de la situación efectiva de la empresa adquirida en el momento de la transmisión del control de la empresa al comprador, si bien respetando los límites establecidos legalmente en los artículos 1445 a 1449 CC»⁴⁸. Mediante esta cláusula se protegería al cliente, al fijar una disminución del precio a pagar respecto a la operación, en cuanto a que se dispondría un plan de pagos parciales prolongado en el tiempo hasta el acaecimiento de la resolución final de la CNMC, y en caso de que recaiga una sanción administrativa en concepto de multa, se reduciría el precio según dicho monto. Adicionalmente, se podría conjugar esta opción con una cláusula de *earn-out*, «que hacen depender una parte del precio que debe pagar el comprador de la consecución de unos determinados objetivos o resultados de la empresa adquirida en los ejercicios posteriores a la compra»⁴⁹.

Por otro lado, conviene analizar el tipo de impacto que pudiera tener el conocimiento del comprador de la posible contingencia con anterioridad a la adquisición de la división *target*, respecto a la responsabilidad de Estrella del Mar. En este sentido, cabe destacar el concepto de cláusula *sandbagging*. Estas cláusulas «se refieren típicamente a la situación en la que el comprador tiene conocimiento (sea a través del *due diligence* o su propio conocimiento) de que una R&W es falsa o inexacta y, a pesar de ello, opta por firmar el contrato o cerrar la adquisición para luego hacer responsable al vendedor»⁵⁰. Al respecto, pueden acordarse dos tipos de cláusula *sandbagging*: «la cláusula *antisandbagging*, que establece que el comprador no podrá recuperar por ningún incumplimiento de los que tenía o podía tener conocimiento; y la cláusula *prosandbagging*, que busca establecer que el derecho de indemnización del comprador no se vea limitado por el conocimiento que pueda tener o por aquel que pudiera haber obtenido en el marco de la auditoría legal»⁵¹. Al respecto, sugeriría al cliente pactar una cláusula *prosandbagging* en su favor, para que, de esa forma, de producirse la contingencia estimada de la sanción administrativa de la CNMC, e incluso añadiría que de acaecer cualquier otra contingencia, ello no pudiera afectar su derecho a ser

⁴⁸ Cfr. GÓMEZ POMAR, Fernando, “Daños y perjuicios en las operaciones de compraventa de empresa”, Revista de Derecho Civil, vol. IX, núm. 2 (abril-junio, 2022), Estudios, pp. 1-69, ISSN 2341-2216, disponible en <http://nreg.es/ojs/index.php/RDC> con fecha 14 de noviembre de 2024.

⁴⁹ Cfr. Ibid.

⁵⁰ Cfr. GARRIGUES, “Cláusulas de ‘sandbagging’ y ‘antisandbagging’ en operaciones de M&A: ¿cómo están reguladas en Latinoamérica?”, publicado el 13 de abril de 2021, disponible en https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/clausulas-sandbagging-antisandbagging-operaciones-ma-estan-reguladas-latinoamerica con fecha 13 de noviembre de 2024.

⁵¹ Cfr. Ibid.

indemnizado, o los alcances y límites de esta potestad.

Finalmente, aconsejaría al cliente que proceda a cooperar plenamente con la CNMC en el proceso sancionador de Estrella del Mar, mediante la aportación de evidencia y pruebas que permitan una exención total o disminución del importe de la eventual multa o sanción del proceso, conforme a los artículos 65 y 66 LDC. Aconsejaría que esta cooperación fuese lo más plena, continua y diligente posible, para demostrar la buena voluntad del cliente con respecto a dicha autoridad. En cuanto a la forma de exteriorizar esta cooperación, podría darse de dos formas: preliminarmente, aconsejaría que entre las cláusulas suspensivas o los R&W referidos precedentemente, se incluyeran cláusulas que hicieran referencia a la sujeción de la operación al requisito de que Estrella del Mar coopere plenamente con a CNMC y entregue la evidencia necesaria, o el compromiso de que ambas partes lo llevarán a cabo mediante la entrega de documentación de Estrella del Mar al cliente; por otro lado, una vez producida la adquisición, se materializaría mediante la aportación por el cliente de aquellas pruebas que obtenga como resultado de la compraventa. En todo caso, debe quedar plasmado, tanto a nivel contractual, como en actitud manifiesta, esta buena voluntad de cooperación del cliente con la CNMC, a fin de lograr la aplicación de los artículos 65 o 66 LDC.

1.2. Punto 2.

Dado que Estrella del Mar posee la concesión del puerto de Bilbao, junto con buena parte del personal de tierra especializado que presta tareas de soporte a la actividad de estiba, y es titular del contrato de arrendamiento con Barcos Anton, S.L. por el que este le presta su flota de remolcadores a fin de que la sociedad pueda realizar las labores de guía en puerto sirviéndose del práctico; y que por otro lado, es la casa matriz que tiene el 100% de tenencia accionaria tanto de Estrella Gestión Puertos, S.L.U. (“**EGP**”), como de Estrella Mercancías, S.L.U. (“**EM**”) y esta a su vez tenedora del 100% de Estrella Marruecos, S.L.U. (“**EMarr**”), ambas titulares de importantes concesiones portuarias, es que resulta esencial realizar una propuesta de reorganización societaria que facilite la correcta adquisición de mi cliente de los activos deseados. Por ello, le propondría el siguiente esquema:

1. En primer lugar, se negociaría con Estrella del Mar que EGP pasase a ser el objeto de la compraventa empresarial, ya que concentra en sí las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander, y otros activos ligados a la actividad en dichas plazas, y agilizaría el proceso de adquisición, y la intención del cliente de fusionar la división de gestión portuaria *target* con la compañía Andalusia Harbors.
2. Una vez logrado lo anterior, y dado que no se desea realizar una venta intragrupo canalizada a partir de una transferencia de acciones, es que sugeriría llevar a cabo una escisión parcial inversa o financiera entre Estrella del Mar y EM respecto a EMarr y su actividad de gestión portuaria de Casablanca. Este tipo de escisión parcial no se encuentra regulada en el Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, deroga la Ley

3/2009, de 3 de abril, e introduce numerosas novedades en materia de modificaciones estructurales para, entre otras cuestiones, transponer la Directiva (UE) 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 (la nueva “LME”), sino que se cita «en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (“LIS”), artículo 76.2 c, y en diversas resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado (“DGRN”), tales como **Resolución DGRN de 19 de septiembre de 2019 (B.O.E. de 8/11/2019)**, y que se encuentra permitida por la normativa mercantil, siempre que se cumplan los requisitos del procedimiento y se salvaguarden los intereses de socios, trabajadores y terceros»⁵². Esta operación se caracteriza por «que la sociedad filial atribuye sus participaciones a los socios de la sociedad matriz, de manera que las dos sociedades se separan, pero pertenecen a los mismos socios»⁵³, mediante la «transmisión en bloque y por sucesión universal a la sociedad beneficiaria, íntegramente participada por la escindida, de una unidad económica compuesta por el 100% de las participaciones representativas del capital de la propia filial, beneficiaria en la escisión»⁵⁴. Como resultado de esta operación, EM dejaría de ser el accionista del 100% de las participaciones de EMarr, para en su lugar configurarse a Estrella del Mar como único accionista de EMarr. Habiendo logrado este cambio de titularidad, es que se podría aplicar entonces una operación de aportación sin aumento de capital por cuenta del 118 de Estrella del Mar respecto a sus tenencias accionarias en EMarr, en beneficio de EGP. Se podría definir a esta operación de aportación a la cuenta 118 como «aquel negocio jurídico traslativo del dominio por virtud del cual uno o varios socios aportan dinero, bienes o derechos a los fondos propios de una sociedad sin contraprestación, se trata de una aportación definitiva que sigue el principio de irrevocabilidad del capital social; “a fondo perdido” o “no reintegrable”»⁵⁵, que se materializaría gracias a la relación de accionista de Estrella del Mar respecto a EMarr y a EGP. Las aportaciones a cuenta 118 «carecen de un régimen jurídico expreso, ya que la regulación existente es meramente contable conforme a lo previsto en el Plan General Contable (“PGC”), siendo así una figura atípica, sujeta a la oportuna tarea interpretativa»⁵⁶, que lleva a

⁵² Cfr. URRUTIA, Paul, en LEIALTA, “Qué es la Escisión financiera o Escisión parcial inversa”, publicado el 30 de octubre de 2020, disponible en <https://www.leialta.com/blog/escision-financiera-que-es/> con fecha 14 de diciembre de 2024.

⁵³ Cfr. Ibid.

⁵⁴ Cfr. CIALT, “La escisión parcial inversa como operación de reestructuración empresarial”, publicado el 22 de abril de 2024, disponible en <https://www.cialt.com/blog/tenes-derecho-a-saber/la-escision-parcial-inversa-como-operacion-de-reestructuracion-empresarial/> con fecha 2 de diciembre de 2024.

⁵⁵ Cfr. SUBDIRECCIÓN GENERAL DE IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS JURÍDICAS, “Consulta Vinculante V1978-16, de 9 de mayo de 2016”, (LA LEY 2150/2016).

⁵⁶ Cfr. VIDAL VELA, David, “Una aproximación jurídica a la figura contable «aportaciones de socios o propietarios» de la cuenta 118 del Plan General Contable”, publicado en LA LEY Mercantil nº 80, mayo 2021, Nº 80, 1 de may. de 2021, Editorial Wolters Kluwer, disponible en <https://www.cuatrecasas.com/resources/una-aproximacion-juridica-a-la-figura-contable-aportaciones-de-socios-o-propietarios-de-la-cuenta-118-del-plan-general-contable-4157-9825-9503-v.1->

aplicar por «analogía las normas sobre aportaciones no dinerarias a sociedad en cuanto a su valoración (atendiendo a las normas contables y por acuerdo de todos los socios) y descripción de los bienes —informada en su caso, por su inscribibilidad en los diferentes registros públicos—, pero no todos aquellos requisitos societarios (como la certificación bancaria en el aumento o los informes de experto independiente) tendentes a proteger la realidad del capital social; lo cual lleva a que pueda aportarse a la cuenta 118 lo mismo que a la cuenta de capital social, esto es: dinero, bienes, derechos y deudas, siempre que se sigan sus respectivas leyes de circulación, así como el dominio y los demás derechos reales, incluso temporales, bienes o derechos de propiedad industrial o intelectual, el know-how, o incluso una empresa por su valor neto, con elementos activos y pasivos»⁵⁷. En definitiva, «nada obstaría aparentemente para que se aporte un negocio o que puedan realizarse, entre sociedades, aportaciones de rama de actividad o conseguir el resultado económico de operaciones de modificación estructural como una escisión parcial por absorción intragrupo sin aumento de capital social, evitando así sus engorrosos procedimientos»⁵⁸. Con ello entonces, es que se lograría traspasar EMarr de Estrella del Mar a EGP, y con esta, la gestión portuaria de Casablanca y sus actividades vinculadas.

3. Por otro lado, en simultáneo para avanzar en cuestión de plazos, es que sugeriría llevar a cabo una escisión parcial o aportación de rama de actividad de Estrella del Mar hacia EGP respecto de la división de gestión portuaria de Bilbao junto con los equipos de trabajo, bienes y activos vinculados a estas actividades, así como una cesión de la concesión demanial de dicho puerto. Una rama de actividad es «el conjunto de elementos, que forman parte del patrimonio empresarial o profesional y que son susceptibles de constituir una unidad económica autónoma, capaz de desarrollar una actividad empresarial o profesional por sus propios medios, y dentro de esta se encuentran tanto elementos activos como pasivos vinculados a esa concreta rama de actividad»⁵⁹; mientras que la operación de aportación de actividad consiste en «segregar y aportar una parcela del negocio de una sociedad que no se disuelve, a otra entidad de nueva creación o ya existente, a cambio de acciones o participaciones del

[613a27fc8e346250890329.pdf?v1.76.0.20240613#:~:text=Asimismo%2C%20las%20aportaciones%20de%20la,en%20favor%20de%20los%20aportantes](#) con fecha 12 de noviembre de 2024.

⁵⁷ Cfr. BALLESTER COLOMER, Juan E., “*Un negocio jurídico low cost. «Aportación a la 118»*”, publicado en Diario La Ley, Nº 9366, Sección Tribuna, 26 de Febrero de 2019, Wolters Kluwer, disponible en https://diariolaley.laleynext.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAEAFWP0WuDMBDG_xrzIo_wYy0of8qDGUqFYt2aDPZUz3jQgpiTRrv_94sYGPbiPu9_3Pdx5aB1PKAHIZxiFUTxJ10UvKKFdHWM7tPm_dM-KNh_EVHWfPxA3mVsOie_DaTDIYLu2MRHcdF5KGYju6YZQsaF0I8Hfd4-SRDLoFjqH9bx6c006ABY5OhfxoyothIzSdn8KUpfRVu3L4pBdqroqLs1bHnxGk13EPikLEqYt_oF0ISQAUZ5_FGT_m4kN2lln8mCUOwaqhgR55NWmlzRO46xdRY-DhLCxgxKn7_84dYZ7U8DKjvf-gb8paKW0_AQAaWKE con fecha 12 de noviembre de 2024.

⁵⁸ Cfr. Ibid.

⁵⁹ Cfr. ANTEO ETL, “*La aportación de rama de actividad*”, publicado el 6 de noviembre de 2023, disponible en <https://anteoetl.com/la-aportacion-de-rama-de-actividad/> con fecha 1 de diciembre de 2024.

capital social de la entidad adquirente»⁶⁰. Esto es, que a cambio del traspaso de la rama de actividad portuaria de Estrella del Mar hacia EGP con respecto a Bilbao y los medios materiales y humanos adscritos a la gestión de dicha plaza, Estrella del Mar recibiría participaciones sociales en EGP; operación que, debido a que «la actividad económica que la adquirente desarrollará de manera autónoma existía también previamente en sede del transmitente permitiendo así la identificación de un conjunto patrimonial afectado o destinado a la misma»⁶¹, es que gozará de un régimen especial de la LIS, concretamente del dispuesto en su capítulo VII del Título VIII, que garantiza la neutralidad fiscal de la aportación, conforme a la doctrina sentada en sentencias del **Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 2ª, S 22-12-2016, nº 2749/2016, rec. 2804/2015, Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 2ª, S 20-07-2014, rec. 3569/2011, y Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 2ª, S 26-09-2014, rec. 844/2012**, entre otras. Esta operación se realizaría conforme al artículo 60 y siguientes del LME, por lo que los socios de Estrella del Mar recibieran un número de participaciones de EGP de forma proporcional a su respectiva participación previa, y para ajustar el tipo de canje, también una compensación en dinero que no exceda del diez por ciento del valor nominal de las participaciones y después reduciendo ésta el capital social en la cuantía necesaria. Para llevar a cabo la escisión parcial, resulta necesario cumplir con las disposiciones legales de la LME, concretamente en lo que concierne a los artículos 63 a 71, los cuales requieren, entre otros, la preparación de un proyecto en todas las modificaciones estructurales, que incluya un calendario tentativo de la operación, los certificados que acrediten que las sociedades participantes en la operación se encuentran al corriente en el cumplimiento de sus obligaciones tributarias y ante la Seguridad Social. Este proyecto común de escisión debe ser redactado por los órganos de administración de EGP y de Estrella del Mar, para su posterior «depósito en el Registro Mercantil o publicarse en la web de las sociedades participantes en caso de disponer de ella»⁶². Adicionalmente, «el proyecto debe de incluir, como mínimo, las siguientes menciones: tipo de canje de las acciones o participaciones sociales, la incidencia que la escisión haya de tener sobre las aportaciones de industria o en las prestaciones accesorias y compensaciones que vayan a otorgarse a los socios afectados, los derechos que vayan a otorgarse en la sociedad o sociedades resultantes a quienes tengan derechos especiales en la sociedad escindida o a los tenedores de títulos distintos de los representativos de capital o las opciones que se les ofrezcan, la asignación y, en su caso, el reparto preciso de los elementos del activo y del pasivo

⁶⁰ Cfr. CALVO, J., “Régimen fiscal especial aplicable en el Impuesto sobre Sociedades a las aportaciones no dinerarias de ramas de actividad y de canje de valores: su compatibilidad con los principios de libertad de establecimiento y de libre circulación de capitales”, Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia, ISSN 1575-2011, Nº 21, 2011, págs. 44-53.

⁶¹ Cfr. Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 2ª, S 22-12-2016, nº 2749/2016, rec. 2804/2015.

⁶² TRÉNOR LÖWENSTEIN, Carlos, “Escisión de Sociedades. Mercantil y societario”, disponible en <https://lopez-iborabogados.com/article/escision-de-sociedades/> con fecha 14 de noviembre de 2024.

que han de transmitirse a la sociedad beneficiaria»⁶³. Finalmente, es necesario incluir un balance de escisión, el cual debe basarse en el último balance de ejercicio aprobado por Estrella del Mar y EGP respectivamente, «siempre y cuando hubiera sido cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de escisión, y ser sometido a la aprobación de la junta que resuelva sobre la escisión»⁶⁴. Por otro lado, es necesario incluir un informe de administradores, «el cual debe tener dos destinatarios, los socios y los trabajadores, pudiendo hacer un informe separado para cada uno de ellos»⁶⁵, así como un informe de experto independiente.

4. Una vez cerradas ambas transacciones, y habiéndose nucleado la totalidad de división *target* en EGP, es que se podría avanzar propiamente con la compraventa de dicha empresa por parte de nuestro cliente, para así posteriormente proceder con su fusión con Andalusia Harbors.

En lo que respecta a las restantes consultas: el plazo aproximado de duración de este proceso de reorganización empresarial, debido a su alta complejidad y requisitos documentales y registrales, podría ser de 2 a 7 meses, según el grado de organización contable y documental que posean las sociedades del Grupo Estrella del Mar. Por otro lado, debido a que la reorganización empresarial lograría una especie de concentración de mercado, es que ello pudiera generar la necesidad de tener que notificar previamente a la CNMC con anterioridad al cierre de la operación de compraventa. En este sentido, hay que recordar que «se deben informar aquellas concentraciones que alcancen una determinada cuota de mercado (art. 8.1 LDC) o un determinado volumen de negocios (art. 8.1 b LDC), siempre que no exista la obligación de notificarlas a la Comisión Europea. En aquellas operaciones de concentración que cumplan los umbrales de notificación, pero que a priori no afecten significativamente a la competencia efectiva (por la falta de solapamiento entre las partes; reducidas cuotas de mercado de la entidad resultante; etc.), la LDC prevé su notificación mediante un formulario abreviado (artículo 56 LDC)»⁶⁶, habría que verificar estas cuestiones durante el proceso de reorganización empresarial y negociación de compraventa, ya que pudieran suponer plazos adicionales dentro de la operación que convendría cubrir con cláusulas suspensivas en el contrato de compraventa. Finalmente, respecto a las cautelas y demás recomendaciones que abordar en relación con la transacción de compraventa, sugeriría incluir condiciones suspensivas adicionales y apartados de R&W con *indemnities* concretas, de modo tal que se supedite la celebración de la compraventa, a la correcta concreción de los diversos hitos de

⁶³ Ibid.

⁶⁴ Cfr. Ibid.

⁶⁵ GINER VINCUEIRA, Marta, “Nueva Ley de Modificaciones Estructurales de Sociedades Mercantiles”, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, 62, pp. 128-138 (ISSN: 1578-956X), disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8575/documento/AJUM62-art.pdf?id=13454&forceDownload=true> con fecha 14 de noviembre de 2024.

⁶⁶ CNMC, “Fusiones y Adquisiciones”, disponible en <https://www.cnmc.es/vigilamos-la-competencia/fusiones-y-adquisiciones> con fecha 15 de noviembre de 2024.

reorganización empresaria referidos.

1.3. Punto 3.

Existen varias cuestiones en torno al alcance y consecuencias que pudiera tener el procedimiento judicial iniciado por la aseguradora contra Estrella del Mar en la operación del cliente. En primer lugar, se encuentra la incógnita sobre el estado de avance del proceso judicial. Las medidas a adoptar por el cliente variarán según la proximidad de sentencia contra Estrella del Mar, así como la estrategia que se deseará emplear al respecto. En este sentido, son múltiples los escenarios a desplegar. Si el proceso judicial está próximo a sentencia, entonces ello conllevaría, salvo apelación, un pasivo contra Estrella del Mar que podría impactar en la compraventa, tanto desde una perspectiva económica como reputacional. Si por el contrario, el proceso judicial está recién iniciado o avanzado pero no cercano a sentencia, se está ante la posibilidad de una confusión de legitimación pasiva judicial. En el sentido de que, en esta operación, el cliente no pretende adquirir Estrella del Mar como tal, sino única y exclusivamente su división de gestión portuaria, y si se siguiese el esquema propuesto de reorganización empresaria, únicamente EGP, por lo que no hay una sucesión empresaria. En virtud de ello, se daría la paradójica situación judicial en la que el demandado del proceso vigente estaría siendo investigado por actividades empresariales que ya no realiza a raíz de la compraventa, o por el contrario, si se decidiera judicialmente una suerte de sucesión de la legitimación pasiva del proceso en la sociedad resultante de la fusión de EGP y Andalusian Harbors de la compraventa del cliente, un proceso judicial a un sujeto pasivo que no realizó las actividades empresariales causantes del litigio. En cualquiera de estos casos, el grado de afectación al cliente variaría en función del tipo de involucramiento que decidiera tener con relación a este asunto. El cliente puede optar por asumir la totalidad o parte de la defensa legal en el juicio, y en consecuencia exigirle a Estrella del Mar alguna compensación pactada en el contrato de compraventa. Por el contrario, el cliente puede optar por no intervenir en el proceso judicial, aguardar a que este se resuelva con sentencia, si es condenatoria, exigirle compensación a Estrella del Mar, o incluso negarse a responder económicamente, debido a que Estrella del Mar sobrevive como entidad empresarial ajena y por lo tanto podría asumir la sanción económica de la sentencia. Por otro lado, también sería importante evaluar el grado de afectación real que pudiera tener el litigio con respecto al cliente, ya que si se sigue el esquema de reorganización empresarial referido precedentemente, y por lo tanto, solamente se adquiere EGP, no sería tan claro cómo ello pudiera afectar económica o reputacionalmente al cliente, ya que el proceso versa únicamente sobre Estrella del Mar. En cualquier caso, y en virtud de lo precedente, sugeriría al cliente incluir cláusulas de variación del precio de la compraventa en caso de sentencia condenatoria en el proceso judicial, así como incluiría sendos apartados de R&W con cláusulas penales e indemnidades para proteger al cliente de las consecuencias adversas de este litigio.

En cuanto a los profesionales que deberían intervenir, sugeriría contratar los servicios de abogados de seguros y de litigios, así como peritos y expertos si se desean intervenir en el

proceso, además de los necesarios procuradores. Respecto a la valoración de honorarios de los mismos, variarían según el servicio que se desee contratar, y el alcance de los servicios prestados; sin embargo, optaría por incluir un pacto de honorarios compartidos en el contrato de compraventa para que Estrella del Mar los sufrague, o en su defecto, estipular cláusulas de compensación por estos servicios en favor del cliente, aunque a la hora de valorar los honorarios de los abogados y procuradores habrá que respetarte, tanto el Real Decreto 135/2021, de 2 de marzo, por el que se aprueba el Estatuto General de la Abogacía Española (“**EGAE**”), como el Real Decreto 1281/2002, de 5 de diciembre, por el que se aprueba el Estatuto General de los Procuradores de los Tribunales de España (“**EGPTE**”), el Real Decreto 434/2024, de 30 de abril, por el que se aprueba el arancel de derechos de los profesionales de la Procura (“**ADPP**”), y el Código Deontológico de la Abogacía Española aprobado por el Pleno del Consejo General de la Abogacía española el 6 de marzo de 2019 (“**Código Deontológico**”), concretamente: los artículos 7, 11 y 14 del Código Deontológico con respecto a la lealtad profesional, del deber de cooperación profesional con otros profesionales de la Abogacía y el esquema básico remuneratorio de los honorarios profesionales de los abogados; así como el artículo 44 EGAE que establece que el abogado tiene derecho a una compensación económica libremente convenida con el cliente en respeto de las normas deontológicas y evitando la competencia desleal, y que puede materializarse en forma de retribución fija, periódica o por horas, o incluso por pacto de cuota litis en virtud del **Tribunal Supremo (Sala 3ª) Ple. S 4-11-2008, rec. 5837/2005**; el artículo 34 EGPTE en cuanto a que los procuradores perciben por ejercicio profesional los derechos que fijan las disposiciones arancelarias vigentes; y el artículo 2 ADPP como disposición arancelaria vigente respecto a la actividad profesional de los procuradores. En todo caso, emplearía las guías de baremos orientadores de honorarios emitidas por el Consejo Vasco de la Abogacía, como hoja de ruta para basar el coste económico de los servicios profesionales de los profesionales abogados necesarios para hacer frente a esta situación judicial, a partir de los cuales pueden calcularse unos mínimos sobre los que se va a tener que actuar, gracias a los honorarios orientativos establecidos por los Baremos del Consejo Vasco de la Abogacía, que podrán utilizarse en caso de que no exista un pacto expreso de honorarios entre el cliente y los profesionales abogados intervinientes u hoja de encargo profesional, y que establecen una orientación basada en la cuantía, complejidad de las cuestiones debatidas, la dedicación, el tiempo empleado, el grado de especialización requerido para el caso y la evitación de posteriores actuaciones judiciales o administrativas. Hay que recordar que un cálculo estimativo de los honorarios profesional va por aparte del cálculo de costas que serán fijadas por el tribunal interviniente. De esta forma, al tratarse de una cantidad de 36.000 euros, de los primeros 30.000 se tomaría el acumulado que indica la escala (2.976 euros) y de los 6.000 euros restantes se tomarían al 6% (360 euros), resultando en un total de 3.336 euros, a los que habrá que añadir el I.V.A. correspondiente a la factura a expedir. Cabe precisar que se utilizarían estos cálculos simplemente como mero criterio orientativo informal, ya que el **Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 3ª, S 19-12-2022, nº 1684/2022, rec. 7573/2021** dispuso «que una interpretación de dichas normas, que permitiera a los colegios de abogados

el establecimiento y difusión de baremos, listados de precios o reglas precisas directamente encaminados a fijar la cuantía de los honorarios para las distintas clases de actuaciones profesionales, aunque se digan aprobados a los exclusivos efectos de la tasación de costas y de la jura de cuentas, resulta contraria a su finalidad y vulnera la LDC, que prohíbe todo acuerdo, decisión o recomendación colectiva que tenga por objeto, produzca o pueda producir el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia en todo o parte del mercado nacional, en este caso mediante la fijación, de forma directa o indirecta, de precios o de otras condiciones comerciales o de servicio»⁶⁷. Por otro lado, sí utilizaría las disposiciones arancelarias vigentes aprobadas por la ADPP para calcular los aranceles a percibir por los procuradores intervinientes, lo cual, por el monto de 36.000 euros, daría unos 714 euros como importe máximo.

Finalmente, otra opción que puede barajarse sería la de pactar con Estrella del Mar un contrato de asunción de deuda en el que la demandada acuerde ceder su posición respecto a la sentencia condenatoria, sujeto a ciertas condiciones y compensación en favor del cliente. O, si se opta por una opción más tradicional y mercantil, simplemente pautar en el contrato de compraventa una reducción proporcional del precio de la compraventa por la sanción económica demandada por Generali, junto con una cláusula de opción de compensación posterior a favor del cliente, por todas aquellas costas y gastos adicionales no previstos que debiera pagar la sociedad resultante de la fusión de EGP con Andalusian Harbors si la sanción recayese judicialmente sobre esta.

1.4. Punto 4.

Con respecto a la propuesta del cliente de que Estrella del Mar suscribiese un compromiso de no competencia de 5 años de duración y aplicable a toda la región del mediterráneo, sugeriría ser bastante cautos y precisos con su delimitación, puesto que si bien representan una adecuada limitación post-cierre en el tráfico mercantil ya que estas cláusulas han sido reconocidas como una forma adecuada de «proteger los intereses de la parte compradora, tratando de evitar que la parte vendedora inicie una actividad económica idéntica a la que venía desarrollando, o influya negativamente en aspectos esenciales de la empresa, como son su fondo de comercio, el *know-how* o sus empleados»⁶⁸, si no se adecúan razonablemente, pueden llevar al cliente a cometer un abuso de derecho o infracción del derecho de competencia. En este sentido, conviene guiarse por la jurisprudencia en materia de cláusulas de no competencia. En virtud de ello, hay que citar la **Sentencia Tribunal Supremo (Civil), sec. 1ª, S 18-05-2012, nº 301/2012, rec. 1153/2009**, que dispone que una cláusula de no competencia se encuentra “justificada salvo que, por su duración, su ámbito geográfico y

⁶⁷ Cfr. Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 3ª, S 19-12-2022, nº 1684/2022, rec. 7573/2021.

⁶⁸ NAVAS MIR, Félix, AGM Abogados, “Análisis de las limitaciones de los acuerdos de no competencia en adquisiciones de empresas”, publicado el 21 de octubre de 2022, disponible en <https://www.agmabogados.com/analisis-de-las-limitaciones-de-los-acuerdos-de-no-competencia-en-adquisiciones-de-empresas/> con fecha 14 de noviembre de 2024.

su contenido excediera de lo razonablemente útil o conveniente para garantizar que el valor de las participaciones no se viera deteriorado por la actuación del transmitente”. Así como **AP Navarra, sec. 3ª, S 05-05-2022, nº 296/2022, rec. 974/2018**, que dispone que la validez de una cláusula de no competencia debe analizarse en virtud del contenido del contrato denominado de compraventa de negocio celebrado, y especialmente del objeto del mismo, y que «resultaría adecuado, en principio, el establecimiento de una cláusula de prohibición de competencia, en la medida en la que la propia naturaleza y contenido del negocio impone al transmitente desplegar una conducta dirigida a no desviar la clientela ni interferir en las relaciones del adquirente durante el tiempo preciso que permita su consolidación y en el espacio o territorio en el que el transmitente desarrollaba su actividad, y es aquí donde cabe hablar de esa especie de prohibición de competencia ínsita en la naturaleza del contrato, exigible desde la perspectiva del artículo 1258 del Código Civil»⁶⁹. Asimismo, se sostiene que la cláusula de limitación o prohibición de competencia «puede estar justificada salvo que, por su duración, su ámbito geográfico y su contenido excediese de lo razonablemente útil o conveniente para garantizar que la finalidad negocial no quede alterada por actuaciones del o de los transmitentes»⁷⁰.

Por lo tanto, y a raíz de la delimitación jurisprudencial, se podría sintetizar el alcance y límites de la cláusula de no competencia, «en la existencia de un interés efectivo industrial o comercial por parte del comprador, la aplicación para su duración por analogía del plazo máximo de 2 años, contemplado para los contratos de agencia, o de hasta 3 años, a la vista de la Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000 (caso Clayton Dubilier & Rise/Italtel), aunque la Jurisprudencia mayoritaria se inclina por indicar que estos acuerdos deben ser de máximo 2 años, pudiendo ser de una mayor duración si hay justa causa para proteger al comprador, esto es, para proteger el objeto del contrato de compraventa; así como la estipulación de una compensación económica adecuada, siendo que la Jurisprudencia ha matizado que la compensación económica dependerá del ámbito espacial, funcional y temporal incluido en la cláusula, y de las posibilidades de empleo o circunstancias personales del empleado»⁷¹. Estos lineamientos pueden encontrarse en otros casos jurisprudenciales relevantes, como **AP Barcelona, sec. 15ª, S 09-05-2008, nº 164/2008, rec. 189/2007**, que sigue el criterio expuesto por la Comisión Europea en Clayton Dubilier & Rise/Italtel, al disponer el deber de armonizar «la permanencia de la clientela y el de preservar la libertad de competencia, con lo que conlleva de beneficio para el mercado y para el agente afectado»⁷². Finalmente, resulta relevante mencionar la **AP Madrid, sec. 28ª, S 04-12-2015, nº 350/2015, rec. 677/2013**, que indica que ante la «falta de una previsión legal podemos acudir por

⁶⁹ Cfr. AP Navarra, sec. 3ª, S 05-05-2022, nº 296/2022, rec. 974/2018.

⁷⁰ Cfr. Ibid.

⁷¹ Cfr. NAVAS MIR, Félix, AGM Abogados, “Análisis de las limitaciones de los acuerdos de no competencia en adquisiciones de empresas”, publicado el 21 de octubre de 2022, disponible en <https://www.agmabogados.com/analisis-de-las-limitaciones-de-los-acuerdos-de-no-competencia-en-adquisiciones-de-empresas/> con fecha 14 de noviembre de 2024.

⁷² Cfr. AP Barcelona, sec. 15ª, S 09-05-2008, nº 164/2008, rec. 189/2007.

analogía a las previsiones legales que regulan situaciones análogas o respecto de las que existe cierta identidad de razón, y tener también en consideración lo que viene admitiéndose en Derecho Comunitario, por medio de las cuales, se entiende que el plazo de dos años en una cláusula de no competencia sería en todo caso suficiente para consolidar la clientela, sin que el ánimo de asegurar esto último justifique una mayor restricción de la libre competencia; por lo que en casos en los que se transmite el fondo de comercio, resulta razonable que cuando menos el plazo de la prohibición de competencia fuera de dos años, pudiendo advertirse incluso justificado que excediera algo más de este límite temporal en atención a la estrecha vinculación o relación de los clientes con los transmitentes que eran quienes hasta la fecha gestionaban directamente la empresa, y la falta de arraigo de los adquirentes en el área geográfica en la que opera la empresa adquirida. Estas circunstancias justifican la extensión temporal de la cláusula de no competencia, cuando menos, a tres años»⁷³. Finalmente, desde una perspectiva regulatoria, conviene mencionar la Comunicación de la Comisión Europea sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin (2005/C 56/03) (la “**Comunicación**”), que «considera que estas cláusulas sólo están justificadas por el objetivo legítimo de hacer posible la concentración cuando su duración, su ámbito geográfico de aplicación, su contenido y las personas sujetas a ellas no van más allá de lo razonablemente necesario para lograr dicho objetivo y, con carácter general, deben servir para proteger al comprador. Y en todo caso el alcance o duración de las restricciones que benefician al vendedor deben ser menores que las cláusulas que benefician al comprador»⁷⁴. Concretamente, «el párrafo 20 de la Comunicación, indica que estas cláusulas inhibitorias de la competencia están justificadas durante un máximo de tres años cuando la cesión de la empresa incluye la transferencia de la clientela fidelizada como fondo de comercio y conocimientos técnicos; pero dos años si solo incluye fondo de comercio»⁷⁵.

Por todo lo referido, es que, analizando el supuesto planteado por el cliente, no cabe otra conclusión más que sugerirle que la cláusula de no competencia planteada de cinco años con extensión a todo el Mediterráneo, resultaría excesiva y probablemente, en caso de litigio, anulable de pleno derecho judicialmente. Aunque teniendo en cuenta que la transacción deba notificarse a CNMC, conforme fuera referido precedentemente, en virtud de los artículos 8 y 9 LDC por concentración económica, y la necesaria autorización previa de CNMC, este tema sería observado administrativamente, lo cual supondría mayores consecuencias adversas para el cliente y la para la concreción de la operación, especialmente si se tiene en cuenta que la CNMC se ampararía en la aplicación del artículo 10.3 LDC que habilita al organismo la inclusión de «determinadas restricciones a la competencia accesorias, directamente vinculadas

⁷³ Cfr. AP Madrid, sec. 28ª, S 04-12-2015, nº 350/2015, rec. 677/2013.

⁷⁴ CNMC, “Informe y Propuesta de Resolución Expediente C/1166/21 Media Markt Saturn/Activos Worten”, disponible en https://www.cnmc.es/sites/default/files/3491405_9.pdf con fecha 14 de noviembre de 2024.

⁷⁵ Cfr. Ibid.

a la operación y necesarias para su realización»⁷⁶ en su análisis para valorar una concentración económica, lo que implica que esta cláusula de no competencia que afectaría al mercado de las gestiones portuarias en el Mediterráneo sería tenida en cuenta por la CNMC para evaluar el impacto de concentración económica y afectación de competitividad que pudiera tener la compraventa. Especialmente a raíz de la resolución reciente de CNMC en el expediente **C/1166/21 Media Markt Saturn/Activos Worten**, que dispone que «de acuerdo con el párrafo 22 de la Comunicación, el alcance espacial de una cláusula de no competencia debe limitarse a la zona en la que el vendedor ofrecía los productos o servicios de referencia antes del traspaso, toda vez que no es necesario proteger al comprador de la competencia del vendedor en territorios en los que éste no estaba presente»⁷⁷. Por otra parte, CNMC sostiene que las cláusulas de no competencia deberían limitarse «a los productos y servicios que constituyan la actividad económica de la empresa traspasada, no siendo necesario proteger al comprador de la competencia del vendedor en aquellos mercados de productos o de servicios en los que la empresa traspasada no operase antes del traspaso»⁷⁸.

En definitiva, el esquema planteado por el cliente para la cláusula de no competencia incurriría en un abuso de derecho, por no respetar los límites jurisprudenciales de razonabilidad temporal y espacial de aplicación, especialmente teniendo en cuenta que la operatividad de Estrella del Mar se enfoca en las costas españolas y marroquíes. Por ello, le sugeriría modificar la propuesta de cláusula de no competencia, en cuanto a que esta tuviera una duración máxima de dos años, y quizás tres, aunque ya ello supondría la entrada de un área gris, así como una limitación espacial únicamente ligada a las actuales concesiones demaniales de Estrella del Mar. Por supuesto, se debería pactar cierta compensación por dicha cláusula de no competencia, que podría materializarse en un aumento del precio de compraventa, o en un bono compensatorio adicional de precio fijo o variable.

2. PARTE 2.

2.1. Punto 1.

Con respecto a la primera consulta, sobre la obligatoriedad de realizar una oferta pública de acciones (“OPA”) para que Estrella del Mar adquiriera la participación minoritaria referida de OceanShip S.A. (“OS”), serían de aplicación los artículos 3, 4 y siguientes del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de

⁷⁶ Cfr. Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, Art. 10.3., publicada en el BOE núm. 159, de 04/07/2007, disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-12946> con fecha 13 de noviembre de 2024.

⁷⁷ Cfr. CNMC, “Informe y Propuesta de Resolución Expediente C/1166/21 Media Markt Saturn/Activos Worten”, disponible en https://www.cnmc.es/sites/default/files/3491405_9.pdf con fecha 14 de noviembre de 2024.

⁷⁸ Cfr. Ibid.

valores (el “ROP”), que disponen que «quien alcance el control de una sociedad cotizada debe impulsar obligatoriamente una OPA por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo»⁷⁹. Y dado que la Familia Machado, accionista del 88% de Estrella del Mar, ya posee el 3,5% de acciones de OS, si Estrella del Mar avanzase con la compraventa por el 29,7% de acciones de OS, se terminaría incurriendo en el supuesto de control estipulado en el artículo 4 ROP, esto es que «se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100»⁸⁰. Es decir, de avanzar con la compraventa del porcentaje referido por Estrella del Mar, la Familia Machado pasaría a controlar tanto directo como indirectamente en concierto con Estrella del Mar de un 33,2% de las acciones de OS. Para evitar este escenario, sugeriría al cliente dos opciones: si desea continuar con la compraventa del 29,7% de las acciones de OS por parte de Estrella del Mar, entonces la Familia Machado debería deshacerse de su 3,5% de acciones en OS, sea mediante la venta de las acciones en OS a un tercero, sea mediante una oferta de recompra de acciones a OS mismo, sea mediante la venta de las acciones directamente a Estrella del Mar que después requeriría sustraer dicho porcentaje del que fuera a adquirir Estrella del Mar para evitar la OPA obligatoria; por el contrario, si la Familia Machado desea continuar con su tenencia accionaria directa en OS, sugeriría reducir el porcentaje escogido en la compraventa de Estrella del Mar, para que pasase ser del 26,4% y con ello evitar el supuesto legal de asunción de control del 30% del artículo 4 ROP. Por el contrario, si el cliente optase por avanzar con la OPA, debería realizar la oferta a todos los accionistas, incluidos los titulares de acciones sin voto, y los titulares de obligaciones convertibles, y tener en cuenta una duración de operación de entre 1 a 3, en los que deberá por ofrecer precio equitativo, esto es, más elevado al que oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses anteriores al anuncio de la oferta. Asimismo, deberían seguirse todos los pasos necesarios de las OPAs, esto es: publicación de anuncio por hecho relevante, realizar solicitud de autorización de la oferta ante Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”), presentar el folleto y acuerdos societarios relevantes dentro del mes siguiente al anuncio, realizar la publicación de la oferta en los 5 días hábiles siguientes a la autorización, en los boletines de cotización y al menos en un diario de difusión nacional, y se deberá respetar el plazo general de aceptación, esto es de entre 15 y 70 días naturales desde el primer día bursátil siguiente a la primera publicación de la oferta.

En caso de que OS procediera con su oferta de recompra de acciones en torno al 1% de su capital accionario, ello generaría una remuneración a los accionistas, incluyendo a la Familia Machado, puesto que OS se encuentra comprando en el mercado sus propias acciones; sin embargo, necesariamente OS «deberá reducir el capital social posteriormente mediante la

⁷⁹ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, art. 3, publicado en el BOE núm. 180, de 28/07/2007, disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483&p=20141001&tn=0> con fecha 14 de noviembre de 2024.

⁸⁰ Ibid, art. 4.

amortización o eliminación de las acciones recompradas. Con ello, se reduce el número de acciones en circulación, aumentando así el porcentaje de participación en el capital del grupo de cada accionista y en el reparto de dividendos futuros»⁸¹. Consecuentemente, «se produciría el incremento en el beneficio por acción (“BPA”), dado que el beneficio de la compañía se reparte entre un número menor de acciones»⁸², y el paquete accionario de la Familia Machado aumentaría a 4,5%, acercándose aún más al 30% del control de sociedad cotizada si optase por su plan original de compraventa por medio de Estrella del Mar respecto al 29,7% de acciones de OS; por lo que, si se deseara evitar la OPA en la compraventa, tendría que ajustarse nuevamente el porcentaje y reducirlo al 25,4%. Como sea, esta oferta de recompra genera a su vez, la aplicación del artículo 12 ROP, el cual dispone que deberá formularse una OPA al respecto, lo cual afectaría la estrategia de compraventa de Estrella del Mar. Asimismo, la oferta de recompra generará que se incremente el precio de las acciones de OS «dado que el valor de la compañía sigue siendo el mismo, pero ahora con menos acciones entre las que repartirlo»⁸³; por lo que se encarecería el precio que Estrella del Mar debería pagar por la compraventa de acciones. Por otro lado, en caso de que se avanzase con la estrategia de que la Familia Machado vendiese sus acciones a Estrella del Mar para avanzar con la propuesta original de compraventa evitando la OPA obligatoria, la recompra de acciones «perdería su usual carácter de operación neutra desde el punto de vista fiscal, y le conllevaría cargas fiscales o pago de impuestos»⁸⁴ a la Familia Machado.

2.2. Punto 2.

Con respecto a la posibilidad de articular la operación de forma tal que la familia Machado no tenga que lanzar una OPA obligatoria y, en su caso, qué requisitos deben cumplirse, por las condiciones de la fusión pretendida, la Familia Machado incurriría en el concepto de control societario del artículo 7 ROP, por ese 57% de acciones que tendría en la sociedad resultante de la fusión entre OS y Estrella del Mar, lo que desplegaría la OPA obligatoria; por ello, la mejor opción para evitarlo, sería implementar la excepción del artículo 4.2 ROP. En otras palabras, apuntar a solicitar a la CNMV una dispensa de la obligación de formular la OPA establecida en el artículo 7 ROP cuando otra persona o entidad, individualmente o de forma conjunta con la Familia Machado o que actúen en concierto con ella, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga la Familia Machado en la oferta que se haga para formar la sociedad resultante de la fusión. Es aquí donde entra en juego la Familia Azcona, titular del 12% de las acciones de Estrella del Mar. Debido al pacto parasocial que esta posee con la Familia Machado de 1987 en el que toda reorganización estructural de Estrella del Mar requiere su voto favorable, es que se puede utilizar una cuestión

⁸¹ Cfr. BANCO SANTANDER, “¿Qué es un programa de recompra de acciones y por qué es importante para los accionistas?”, publicado el 26 de septiembre de 2024, disponible en <https://www.santander.com/es/stories/recompra-acciones> con fecha 14 de noviembre de 2024.

⁸² Cfr. Ibid.

⁸³ Cfr. Ibid.

⁸⁴ Cfr. Ibid.

para salvar la otra. En el sentido de que Familia Machado reduciría su pretendido porcentaje accionario de la sociedad resultante de la fusión a un 50% o inferior, para ofrecerle el restante a la Familia Azcona, y de esa forma, invitarla a participar de la fusión, consiguiendo incurrir en la excepción habilitada por el artículo 4.2 ROP y cumplir con las disposiciones del pacto parasocial de 1987. Este esquema funcionaría aun si hubiera otros accionistas interesados en la futura sociedad resultante de la fusión, ya que sería cuestión de que la Familia Machado reduzca su pretendida participación societaria para lograr la paridad con aquella de la Familia Azcona y así lograr siempre encuadrarse en la excepción del artículo 4.2 ROP. Considero que esta es la mejor solución posible para lograr la excepción a la OPA obligatoria, puesto que la excepción del artículo 8 g) ROP que «establece que en caso de fusión estarán exentos de la obligación de formular una oferta los accionistas de las sociedades o entidades afectadas, siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada, y cuando pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control, sino un objetivo industrial o empresarial»⁸⁵, no resultaría razonable dadas las circunstancias del caso.

En virtud de todo lo anterior, el calendario y principales pasos para realizar dicha integración, desde un punto de vista de derecho societario y mercado de valores, sería complejo, puesto que se trata de una fusión por absorción, «en el que la sociedad absorbida se extingue y su patrimonio, tanto derechos como obligaciones, son transmitidos mediante sucesión universal a la sociedad absorbente previamente existente que puede o no aumentar su patrimonio»⁸⁶, por lo que hay toda una serie de documentos y requisitos que cumplimentar.

En primer lugar, sería necesario que los administradores de OS y Estrella del Mar preparen un Proyecto de Fusión de Sociedades, que deberán someter a sus respectivas Juntas de Accionistas, que contarán con un plazo de 6 meses siguientes a su fecha para su aprobación. Una vez aprobado, deberá ser publicado en las páginas webs de OS y de Estrella del Mar, o en su defecto, depositado en el Registro Mercantil. «Este proyecto deberá contener, al menos, la siguiente información: los datos mercantiles de las sociedades participantes en la fusión, el tipo de canje, los derechos que vayan a otorgarse en la nueva sociedad o sociedad resultante a quienes tengan derechos especiales, la fecha a partir de la cual la fusión tendrá efectos contables y a partir de la que los nuevos socios tendrán derecho a percibir ganancias, los Estatutos de la nueva sociedad o de la sociedad resultante de la fusión, la valoración del activo y del pasivo, y el impacto en los puestos de trabajo»⁸⁷. Asimismo, el proyecto debe ser analizado en informe de los administradores de OS y Estrella del Mar; y como ambas sociedades son anónimas, también deben contar con la evaluación de un experto independiente

⁸⁵ Cfr. Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, art. 8, publicado en el BOE núm. 180, de 28/07/2007, disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483&p=20141001&tn=0> con fecha 14 de noviembre de 2024.

⁸⁶ CLARAMUNT, Leticia, “*Esquema de la Fusión de Sociedades: Hitos*”, publicado el 22 de junio de 2022, disponible en <https://www.ilpabogados.com/esquema-de-la-fusion-de-sociedades-hitos/> con fecha 14 de noviembre de 2024.

⁸⁷ Cfr. Ibid.

designado por el Registro Mercantil.

Por otro lado, habría que elaborar un Balance de Fusión de Sociedades, «que podrá utilizar el último balance de ejercicio aprobado, siempre que hubiese sido cerrado dentro de los 6 meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión»⁸⁸. Y en caso de no contar con balance cerrado en dicho plazo, «sería necesario preparar un balance cerrado dentro de los 3 meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión»⁸⁹. En todo caso, el balance debe a su vez, ser revisado y aprobado por los auditores de cuentas de OS y Estrella del Mar, haber sido y aprobado por sus respectivas Juntas Generales.

Una vez que se hayan aprobado el proyecto y el balance de fusión, será necesario que la propia fusión sea aprobada por las respectivas Juntas de OS y Estrella del Mar, «las cuales tendrán que convocarse con 1 mes de antelación a su celebración, convocatoria que deberá publicarse en la Web y junto con la que habrá deponerse a disposición de los socios y trabajadores la documentación de la fusión»⁹⁰. Lograda esta aprobación, y cuando se haya adoptado el acuerdo de fusión en OS y Estrella del Mar, estas deberán publicar en el Boletín Oficial del Registro Mercantil un aviso, junto con un anuncio en un diario de gran circulación en Barcelona y en Bilbao, salvo que se realice una comunicación individual a todos los socios y acreedores respectivamente. Para que la fusión puede concretizarse, es necesario, además esperar un mes desde que se publicó el último de los anuncios o se envió la última de las comunicaciones. Y finalmente, cuando terminase este plazo de oposición, habrá que proceder con la elevación a público el acuerdo de fusión, siendo que su eficacia se logrará con la inscripción de tal escritura en el Registro Mercantil.

Este calendario referido precedentemente, no tiene en cuenta los plazos de calendario por los que a su vez deberá pasar la fusión ante la CNMC. Esto es, cuando se aprueba la fusión, se debe proceder con presentar la operación para el estudio de tal entidad, con el objetivo de lograr su aprobación, sea con o sin compromisos del organismo. En este sentido, «aprobar una concentración con compromisos significa que la CNMC da su visto bueno a la fusión porque las compañías cumplirán los compromisos que han presentado. Estos resuelven adecuadamente los problemas de competencia derivados de la operación y que la CNMC había identificado en su análisis. De esta forma, se garantiza que seguirá habiendo competencia en los mercados donde operan las entidades»⁹¹. El estudio de fusión por parte de la CNMC «se desarrolla en dos fases, que, previsiblemente, se extenderán, como mínimo cinco meses, pero cuyos plazos pueden más que duplicarse de la teoría a la práctica. La operación queda suspendida hasta que no haya sido autorizada. Una vez notificada la CNMC, y siempre que no haya defectos formales en esta comunicación, empieza la primera fase del análisis, que se

⁸⁸ Cfr. Ibid.

⁸⁹ Cfr. Ibid.

⁹⁰ Cfr. Ibid.

⁹¹ Cfr. CNMC Blog, “Manual de instrucciones para entender la fusión entre CaixaBank y Bankia aprobada por la CNMC”, disponible en <https://blog.cnmc.es/2021/03/30/manual-de-instrucciones-para-entender-la-fusion-entre-caixabank-y-bankia-aprobada-por-la-cnmc/> con fecha 14 de noviembre de 2024.

«extiende en principio durante un mes»⁹², en los que CNMC podrá realiza actos de instrucción, solicitar información a OS y Estrella del Mar, a sus respectivos clientes, a otros reguladores y analiza, en fin, que la concentración no perjudique a la competencia en el sector involucrado. «En caso de detectar problemas, el supervisor se los plantea a los involucrados, a los que propone una serie de compromisos sin los que la operación no recibirá luz verde»⁹³. «La primera fase termina con una resolución del consejo de la CNMC, que puede consistir en una autorización simple y llana, un visto bueno pero con compromisos, el archivo de la operación (equivalente a una negativa), la remisión a la Comisión Europea (cuando tenga la suficiente dimensión) o el inicio de una segunda fase. Esta última, que solo se acuerda cuando la concentración puede obstaculizar el mantenimiento de la competencia efectiva en todo o parte del mercado nacional, implica un análisis más minucioso que, normalmente, incluye la consulta a terceros interesados. Esta dura, en principio, otros tres meses, desde el acuerdo de inicio. El supervisor vuelve a requerir información y los terceros interesados presentan sus alegaciones. En un plazo de 35 días desde el comienzo, se presentan los compromisos que puedan solventar los problemas de competencia detectados. La dirección de competencia presenta su propuesta de resolución y, como en la primera fase, el consejo toma una decisión»⁹⁴. «Y aunque la LDC establece estos plazos, desde la CNMC apuntan a que el proceso puede extenderse un año»⁹⁵. Por su lado, la CNMV también deberá ser informada como hecho relevante de la fusión, y podría esta solicitar información o documentación al respecto que pudiera prolongar los plazos.

En caso de que la Familia Azcona torpedease la operación de fusión, considero que, en virtud de las circunstancias referidas, contarían con sólidos argumentos legales para judicializar el asunto, al haberse violentado sus derechos de información de socio, y sus derechos de socio minoritario, así como los requisitos esenciales de aprobación de los diversos pasos de aprobación de fusión que fueron enumerados precedentemente. Adicionalmente, en cuanto a la fundamentación jurídica sostenida por la Familia Azcona en su escrito, hay que destacar la solidez que tendría respecto al argumento de que la Familia Machado posee un consejero dominical en OS, y cómo su participación vició aún más de nulidad el proceso de aprobación de la fusión. En este sentido, es importante referir que un consejero dominical es «el que forma parte del Consejo de Administración por su condición de accionista de la sociedad, o bien por detentar una participación superior al 5% del capital, pudiendo formar parte del consejo de forma directa o a través de un representante»⁹⁶; y si bien se encuentra

⁹² Cfr. LOMBA, Pierre, publicado en CINCO DÍAS con fecha 4 de junio de 2024, disponible en <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2024-06-04/los-plazos-de-la-cnmc-con-la-operacion-del-bbva-y-el-sabadell-de-cinco-meses-a-un-ano-y-si-el-gobierno-la-autoriza.html> con fecha 14 de noviembre de 2024.

⁹³ Cfr. Ibid.

⁹⁴ Cfr. Ibid.

⁹⁵ Cfr. Ibid.

⁹⁶ CNMV, “Glosario Financiero”, disponible en <https://www.cnmv.es/portal/inversor/glosario.aspx?id=0&term=Consejero%20dominical&idlang=1&lang=es#:~:text=Es%20el%20que%20forma%20parte,o%20a%20trav%C3%A9s%20de%20un%20representante> con fecha 17 de noviembre de 2024.

unido «a su *dominus* o principal por medio de un mandato natural en el sentido de las obligaciones naturales o relaciones de favor y de la distinción entre una orden y un consejo, lo que explica que, a menudo, en la práctica, los consejeros dominicales sigan las indicaciones de quien propuso su nombramiento, cuando los intereses de su principal y los intereses de la sociedad están enfrentados, entonces debe extenderse al consejero dominical el deber de abstención y la inaplicación de la *business judgment rule*»⁹⁷. A ello, habrá que agregar que «los conflictos de interés del *dominus* se extienden al consejero dominical lo que significa que ha de comunicar al consejo el interés de su *dominus* en las transacciones y asuntos de los que se ocupe el consejo; habrá de abstenerse de participar en las deliberaciones y se le aplica la inversión de la carga de la prueba del artículo 190.3 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”). Además, se le aplicará a él la prohibición de competencia, es decir, tendrá que dimitir o podrá ser revocado si el *dominus* es competidor de la sociedad y no gozará del amparo de la *business judgment rule* en las decisiones sobre asuntos en los que el *dominus* tenga un interés personal»⁹⁸. Por todo ello, según la línea argumental de la Familia Azcona en su escrito de demanda, la Familia Machado habría infringido el interés social de OS, y su consejero dominical habría incurrido en una causal de conflicto de intereses que le hubiera generado, como mínimo el deber de abstención en la votación, y como medida completa, incluso dimitir con anterioridad a la celebración de la Junta. En virtud de todo lo referido, y si esto fuese estimado por el juez o tribunal interviniente, se llegaría fácilmente a la nulidad de la fusión de pleno derecho, y el pago de indemnización abundante, tanto a la Familia Azcona, como a OS en caso de que la fusión hubiese sido aprobada e inscrita. Sin embargo, en virtud del artículo 190.3 LSC, para que el argumento sostenido por la Familia Azcona respecto al consejero dominical se sostenga, deberá ser acreditado, esto es, debido a la inversión de la carga probatoria dispuesta por el referido artículo, será la Familia Azcona la que posea la carga de acreditar el conflicto de interés y el perjuicio al interés social que la fusión aparejaría; mientras que quedará en la Familia Machado la carga probatoria respecto a que la fusión no sería contraria al interés social. En este sentido, a efectos prácticos, le resultaría complicado a la Familia Azcona demostrar el conflicto de interés, por lo que su pretensión podrá verse reducida en impacto; en cambio, la Familia Machado sí contaría con sendos argumentos para demostrar el beneficio de la operación respecto al interés social involucrado.

Por otro lado, en cuanto al resto de argumentos que la Familia Azcona incluiría en su escrito de demanda, estos no resultan tan relevantes para que la acción prospere, puesto que la justificación económica para una operación societaria de estas características queda bajo el libre criterio económico de las sociedades comerciales involucradas, y mientras se respete la

⁹⁷ Cfr. ALFARO, Jesús, “*Los consejeros dominicales o representativos y los límites al deber de secreto*”, publicado en el Almacén de Derecho el 19 de mayo de 2024, disponible en <https://almacenderecho.org/los-consejeros-dominicales-o-representativos-y-los-limites-al-deber-de-secreto#:~:text=Los%20conflictos%20de%20inter%C3%A9s%20del,la%20carga%20de%20la%20prueba> con fecha 17 de noviembre de 2024.

⁹⁸ Cfr. Ibid.

legalidad, requisitos de fusión, y no haya una manifiesta contradicción del interés social respectivo de las partes, el juzgador no cuenta con motivos para anular dicha operación.

Finalmente, resulta también esencial identificar el momento en que se presentase la referida acción legal, ya que ello afectaría al cliente de un modo u otro. De esta forma, si la acción se inicia antes de la aprobación e inscripción de la fusión, el *liability* al que se vería expuesto el cliente sería menor, ya que únicamente involucraría a la Familia Azcona y concretamente a sus derechos de socio en Estrella del Mar, y desde una perspectiva societaria y legal, ambas cuestiones resultan sencillas de resolver, tanto judicialmente como extrajudicialmente. Sin embargo, si la fusión fue aprobada e inscripta, sería una tormenta legal para el cliente, ya que al reclamo de la Familia Azcona se le sumaría el de OS, junto con la dificultad añadida de que si el juez interviniente falla a favor de los primeros, se anularía la fusión y la sociedad surgida de ella sería declarada nula de pleno derecho, con el impacto que ello tendría a nivel legal, societario, reputacional, y económico a todos los involucrados.

Asimismo, el riesgo de esta acción legal no solo podría materializarse en su conclusión, es decir con el dictado de sentencia, sino también durante su procedimiento, pudiendo la Familia Azcona solicitar una medida cautelar por la vulneración de sus derechos y con ello pedir la suspensión de la operación de fusión, lo cual pondría en nuevos aprietos legales y económicos al cliente. Finalmente, habría que analizar el impacto que todo esto pudiera tener ante la CNMC, que podría asumir una interpretación proforma o pro socio minoritario, y bloquear la aprobación de la fusión en base a las acusaciones vertidas contra la Familia Machado respecto a concentración económica y que la operación carece de justificación económica para Estrella del Mar. Por todo ello, es que sugeriría al cliente llegar a un acuerdo con la Familia Azcona antes de judicializar el conflicto, y en su defecto, suspender la celebración de la fusión hasta tanto sea resuelto este frente legal, ya que las consecuencias de no hacerlo, serían monstruosas desde una perspectiva económica, legal y societaria para los involucrados.

3. PARTE 3.

Con la implementación de un programa de *scrip dividend* que combine, a elección del accionista, la posibilidad de recibir un dividendo en metálico o acciones por un valor equivalente se lograría otorgar mayor dominio financiero de los accionistas, puesto que les otorgaría herramientas para incrementar sus posiciones financieras redundado ello también en un claro beneficio de la sociedad, ya que «el *scrip dividend* permite conjugar mejor los intereses de la sociedad y de los socios, ofreciendo una solución al tradicional conflicto entre el interés de la sociedad de retener los beneficios y el de los socios en percibir dividendos»⁹⁹. En otras palabras, la implementación del *scrip dividend* «parte de una ampliación de capital liberada con cargo a reservas que normalmente se aprueba junto con las cuentas anuales del

⁹⁹ IRRIBARREN, M., “Los dividendos electivos o scrip dividends”, Revista de Derecho Mercantil, n. 284/2012.

ejercicio anterior, por la que al accionista se le ofrece la posibilidad de vender sus derechos de asignación gratuita a la sociedad, percibiendo de esta forma el dividendo tradicional en metálico; derechos a los que la sociedad normalmente renuncia una vez que los haya adquirido del accionista, siendo que los socios pueden igualmente optar por vender dichos derechos en el mercado por el precio de cotización correspondiente, durante el periodo de negociación fijado en el acuerdo de aumento del capital»¹⁰⁰.

Por lo general, este esquema de *scrip dividend* se materializa en dos vías, ya sea «ampliando el capital para dar esas nuevas acciones en proporción al capital que tenía cada inversor, o utilizar la autocartera, es decir, que la empresa tome acciones que tiene guardadas para realizar este pago»¹⁰¹, en todo caso, «en defecto de una opción expresa, el accionista recibirá las nuevas acciones liberadas en proporción que le corresponda»¹⁰². En este sentido, «el *scrip dividend* puede ir acumulado en todo o en parte a un verdadero dividendo, de forma que podemos hallarnos ante un *scrip dividend* en una operación pura de aumento de capital con cargo a reservas o un *scrip dividend* en una operación mixta de pago de dividendos y de aumento de capital; en el primer supuesto, si el socio, que no desea nuevas acciones, recibe de la sociedad un dinero por una “falsa” compra de los derechos de suscripción, en el fondo se está pagando como precio de la suscripción todo o parte de una suma que iba a repartir como beneficios»¹⁰³. De esta forma, «cuando las acciones que se ofrecen a los socios como *scrip dividend* no proceden de la autocartera, la utilización de esta modalidad exige que la sociedad apruebe el aumento de capital con cargo al derecho al dividendo que corresponda a cada accionista, que en la práctica supone que la sociedad realice una ampliación de capital liberada con emisión de nuevas acciones y añada el compromiso de la sociedad de adquirir los derechos de suscripción preferente/asignación gratuita que los socios tienen sobre tales acciones; de forma tal, que la sociedad se compromete a comprar tales derechos a un precio determinado, que una vez adquiridos por la sociedad, sin embargo, no serán ejercitados por ésta, sino que la sociedad renuncia, con lo que solo se emiten las acciones que hubiesen sido suscritas por los socios y, los socios que prefieren el dinero, reciben el valor de los derechos de asignación gratuita»¹⁰⁴.

¹⁰⁰ Cfr. LYCZKOWSKA, Karolina, “‘*Scrip dividend*’ y usufructo de las acciones: ¿Cuántas clases hay en el mercado?”, publicado en El Notario del Siglo XXI, Revista 57, disponible en <https://www.elnotario.es/panorama/3850-scrip-dividend-y-usufructo-de-las-acciones-cuantas-clases-hay-en-el-mercado> con fecha 18 de noviembre de 2024.

¹⁰¹ Cfr. ING, “¿En qué consiste el *scrip dividend* y qué consecuencias tiene para el pequeño inversor?”, disponible en <https://www.ing.es/enraranja/invertir-dinero/conceptos-utiles/consiste-scrip-dividend-consecuencias-pequeno-inversor#:~:text=La%20principal%20ventaja%20para%20estos,que%20se%20vendan%20las%20acciones> con fecha 14 de noviembre de 2024.

¹⁰² Cfr. LYCZKOWSKA, Karolina, “‘*Scrip dividend*’ y usufructo de las acciones: ¿Cuántas clases hay en el mercado?”, publicado en El Notario del Siglo XXI, Revista 57, disponible en <https://www.elnotario.es/panorama/3850-scrip-dividend-y-usufructo-de-las-acciones-cuantas-clases-hay-en-el-mercado> con fecha 18 de noviembre de 2024.

¹⁰³ Cfr. *Ibid.*

¹⁰⁴ Cfr. ALFARO, Jesús, “*La distribución de dividendos*”, publicado en el Almacén de Derecho el 14 de octubre de

Como fuera, este sistema proporciona ventajas competitivas, tanto para la empresa como para los accionistas. Entre los beneficios que supondría a la empresa se encuentra el de requerir menor esfuerzo financiero que el pago monetario de distribuir dividendos, y «en caso de aumentar el capital, se mejora la capitalización de la compañía»¹⁰⁵. Por otro lado, beneficia a los accionistas en sentido tributario, ya que este «ingreso no se contabiliza para la base del IRPF -como sí ocurre con el dividendo en metálico-, de modo que no está sometido a retención fiscal y se aplaza la tributación hasta el momento en que se vendan las acciones, así como permite a los pequeños inversores ampliar su participación en el capital de una compañía sin desembolsar un euro, ya que son acciones que se reciben de forma gratuita»¹⁰⁶.

En cuanto al modo de implementar este esquema, sería necesario reconocer que «pese a su extendida utilización, las operaciones de *scrip dividends* no son una figura regulada en el derecho español, sino que se han configurado ad hoc a través de la práctica societaria, mediante la coordinación de la distribución de dividendos y un aumento de capital con cargo a reservas»¹⁰⁷. Para encontrar el basamento legal que habilite esta figura, habría que acudir al apartado 1 del artículo 276 LSC, «en el que se confiere a la junta general de accionistas la facultad para determinar, en el acuerdo de distribución de dividendos, la forma de pago del dividendo. A estos efectos, dicho artículo no recoge un elenco de formas en que puede satisfacerse el pago del dividendo, ni establece una forma de pago del dividendo subsidiaria para el supuesto de falta de determinación por la junta»¹⁰⁸, por lo que en principio se daría libertad contractual para determinarlo, abriéndole la puerta a configuraciones diversas en la implementación de los *scrip dividends*, por medio de las cuales, cada empresa podría fijar un esquema propio para implementar esta figura. Esto es lo que ha demostrado la experiencia reciente en el mercado, puesto que «esta ausencia de una regulación específica no ha sido óbice para que, en la práctica, las sociedades hayan realizado un ejercicio de ingeniería jurídica para, con la normativa vigente y las operaciones societarias en ella reguladas, desarrollar una fórmula ad hoc que permita al accionista elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones»¹⁰⁹. Sin embargo, independientemente de que la «configuración

2021, disponible en <https://almacenederecho.org/la-distribucion-de-dividendos> con fecha 17 de noviembre de 2024.

¹⁰⁵ Cfr. ING, “¿En qué consiste el *scrip dividend* y qué consecuencias tiene para el pequeño inversor?”, disponible en <https://www.ing.es/ennaranja/invertir-dinero/conceptos-utiles/consiste-scrip-dividend-consecuencias-pequeno-inversor#:~:text=La%20principal%20ventaja%20para%20estos.que%20se%20vendan%20las%20acciones> con fecha 14 de noviembre de 2024.

¹⁰⁶ Cfr. Ibid.

¹⁰⁷ Cfr. ARAGÓN TARDÓN, Susana, “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. Revista Práctica de Derecho, 265, 5-36, disponible en <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2023.15771> con fecha 14 de noviembre de 2024.

¹⁰⁸ Cfr. Ibid.

¹⁰⁹ Cfr. ARAGÓN TARDÓN, Susana, “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. Revista Práctica de Derecho, 265, 5-36, disponible en <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2023.15771> con fecha 14 de noviembre de 2024.

específica de los *scrip dividends* no venga establecida, ni legal, ni estatutariamente, y que las operaciones de *scrip dividends* sean operaciones jurídicamente permitidas»¹¹⁰, el mero mecanismo de «atribuir a los socios la facultad de elegir entre acciones y dinero obliga a la sociedad a cumplir necesariamente con los requisitos del aumento de capital liberado y con las reglas sobre el reparto de dividendos»¹¹¹, y de respetar los mínimos del ordenamiento jurídico de la LSC.

En consecuencia, a la hora de aconsejar al cliente respecto a los *scrip dividends*, sugeriría implementar un esquema combinado entre la distribución de dividendos y el aumento de capital con cargo a reservas, siguiendo para ello los lineamientos de los artículos 201.1 y 201.2 LSC respecto a las exigencias de quórum y mayoría reforzada, en el que se diera absoluta discrecionalidad al accionista de elegir la opción que desee. De este modo, «frente a los accionistas se ofrecerían cuatro opciones a elegir: la suscripción de acciones de nueva emisión, que operaría jurídicamente como una ampliación de capital con cargo a reservas ex artículo 303 de la LSC; la venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario; la venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad mediante la aceptación del compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad para adquirir los derechos de asignación gratuita a un precio garantizado, esta es la opción que se considera como equivalente al tradicional dividendo en efectivo; o la combinación de las opciones anteriores conforme considere conveniente el accionista»¹¹². Con este esquema, se darían multitud de opciones flexibles para que cada accionista opte por el criterio que mayor ventaja le provea.

Independientemente de la opción que el accionista escoja, el esquema referido deberá estar sostenido por lo que se considera una operación base, esto es, que se tendrá al aumento de capital con cargo a reservas, como una primera operación de la que se derivarán los componentes de las restantes opciones que se ofrecen al accionista. «Con carácter general, en la ejecución de los aumentos de capital que sirven de base a las operaciones de *scrip dividends*, los accionistas recibirán un derecho de asignación gratuita por cada acción de la sociedad de la que sean titulares; de esta manera, este número de derechos de asignación gratuita atribuidos a cada accionista cumple una doble función: por un lado, el número de derechos de asignación gratuita atribuido a cada accionista determina el porcentaje de participación de cada accionista en la operación de *scrip dividends*, el cual habrá sido calculado conforme al número de acciones antiguas titularidad de cada uno de ellos; y por otro lado, estos derechos de asignación gratuita serán el instrumento que permita al accionista elegir la opción que más se

¹¹⁰ Cfr. ARAGÓN TARDÓN, Susana, “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. Revista Práctica de Derecho, 265, 5-36, disponible en <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2023.15771> con fecha 14 de noviembre de 2024.

¹¹¹ Cfr. ALFARO, Jesús, “La distribución de dividendos”, publicado en el Almacén de Derecho el 14 de octubre de 2021, disponible en <https://almacendederecho.org/la-distribucion-de-dividendos> con fecha 17 de noviembre de 2024.

¹¹² Cfr. Ibid.

adecue a sus preferencias»¹¹³. Por todo ello, «el accionista podrá optar por suscribir nuevas acciones mediante el ejercicio de dichos derechos o, en tanto que estos derechos de asignación gratuita son transmisibles en las mismas condiciones que las acciones de las que deriven (art. 306 LSC), el accionista podrá optar por transmitirlos en el mercado secundario. Asimismo, en virtud del compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad, el accionista podrá optar por transmitírselos a esta a un precio garantizado»¹¹⁴. Sería esta última opción la que, conforme fuera mencionado, guardaría cierta equivalencia con la entrega en metálico del dividendo al accionista, «no solo porque el resultado en ambos supuestos es el mismo –el accionista, como remuneración a su participación social, recibe un importe en efectivo desembolsado por la sociedad–, sino porque muchos de sus aspectos apuntan en este sentido»¹¹⁵. Es en virtud de esta operación base, que a la hora de implementar cada operación de *scrip dividends*, es que estas deberán ser aprobadas mediante acuerdo de la junta general de accionistas, y cumplir con las demás disposiciones normativas de la LSC con respecto al aumento de capital con cargo a reservas.

Más allá de esta situación de vacío legal con respecto a la forma de materializar los *scrip dividends* que puede suponer cierto desafío, las empresas que deseen implementar este sistema se enfrentan a limitaciones adicionales: por un lado, qué sucede si un accionista no se pronuncia sobre qué opción elige en el plazo estipulado; qué precio se debe utilizar como punto de referencia para implementar este sistema, de modo que no se infrinjan los derechos de los accionistas; y en caso de que se opte por la opción equivalente al pago en metálico del dividendo al accionista, el efecto derivado de la dilución por el esquema de *scrip dividend*.

En primer lugar, para evitar controversias respecto al pronunciamiento expreso por parte de los accionistas para elegir una opción en el esquema de *scrip dividend*, es que convendría fijar una suerte de opción subsidiaria, consistente en recibir el dividendo en efectivo, sin embargo, como fuera mencionado anteriormente, y según será desarrollado posteriormente, esta solución en un sistema de *scrip dividend* genera inevitablemente dilución. Pero a efectos de solventar la falta de pronunciamiento expreso del accionista, esta opción subsidiaria resulta eficaz y proporcionada.

En segundo lugar, «la determinación del precio de referencia es un aspecto fundamental de la operación, debido a que el número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva o el precio al que la sociedad adquirirá los derechos de asignación gratuita en virtud del compromiso de compra que asume, son aspectos cuyo cálculo dependerá de este precio de referencia»¹¹⁶. Pese a que existe una ausencia de

¹¹³ Cfr. ARAGÓN TARDÓN, Susana, “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. Revista Práctica de Derecho, 265, 5-36, disponible en <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2023.15771> con fecha 14 de noviembre de 2024.

¹¹⁴ Cfr. Ibid.

¹¹⁵ Cfr. Ibid.

¹¹⁶ Cfr. Ibid.

regulación específica para fijar esta fórmula de cálculo, «sí que existe uniformidad en la fórmula de cálculo que aplican las distintas sociedades cotizadas que realizan operaciones de *scrip dividends*; siendo que el precio de referencia de la operación suele corresponderse con la media aritmética de los precios medios ponderados de la acción de la sociedad en las bolsas de valores en las que cotiza –generalmente, Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español– en las cinco sesiones bursátiles anteriores al acuerdo del aumento del consejo de administración de llevar a efecto el aumento de capital («periodo de referencia»), redondeado a la milésima de euro más cercana y, en caso de la mitad de una milésima de euro, a la milésima de euro inmediatamente superior»¹¹⁷. Por lo que, utilizando estos parámetros con respecto al valor cotizante de OS, es que se podría lograr cuantificar el precio de referencia que se utilizaría para establecer el sistema de *scrip dividend*.

En tercer lugar, con respecto a la opción de que el accionista venda sus derechos de asignación gratuita a la sociedad recibiendo como contraprestación un importe en efectivo cuya cuantía haya sido fijada con anterioridad, hay que recordar que, pese a su equivalencia con el tradicional pago en metálico del dividendo al accionista, existe entre ambas figuras «una diferencia fundamental, ya que, mediante la opción del *scrip dividend*, se produce un efecto adverso para los accionistas que no está presente en los pagos del tradicional dividendo en efectivo, esto es, la dilución, teniendo en cuenta que mediante la opción del *scrip dividend*, la entrega de la contraprestación en metálico no se configura como un pago tradicional del dividendo, sino que se configura como una compraventa de derechos de asignación gratuita entre la sociedad y los accionistas que así lo desean»¹¹⁸. Ante este escenario, no existen soluciones perfectas, puesto que el detrimento de la dilución es inevitable si se establece un sistema de *scrip dividend*, sin embargo, «entre las diversas opciones antidilución para proteger los intereses de los accionistas, se podrían configurar las siguientes: una reducción de capital social mediante la amortización de acciones propias; la entrega de acciones de la autocartera; o en su defecto, una recompra de acciones para su amortización, aunque esta última sería menos eficaz, en tanto que solo mitiga el efecto dilutivo y genera un desembolso de efectivo para la sociedad»¹¹⁹. Personalmente, aconsejaría al cliente que optase por la reducción de capital social mediante amortización de acciones propias, siendo que considero que esta es la opción más eficaz para evitar o reducir la dilución. De todas maneras, sería complejo, y podrían generarse disputas con los accionistas afectados.

En conclusión, a la hora de implementar este sistema de *scrip dividend* considero que habría que respetar los lineamientos básicos de la LSC, y proceder con el esquema mencionado de forma cuidadosa, dejando en claro que la distribución de dividendos en metálico conforme a las pautas referidas es una opción válida de libre disposición de cualquier accionista que desee optar por ello. En virtud de todo lo referido, a la hora de considerar la implementación de este sistema, teniendo en cuenta la actitud beligerante de la Familia Azcona, y considerando

¹¹⁷ Cfr. Ibid.

¹¹⁸ Cfr. Ibid.

¹¹⁹ Cfr. Ibid.

especialmente que la actividad de *scrip dividend* genera una disminución del valor real de las acciones, lo cual pudiera ser judicializado por estos, y que la falta de legislación sobre esta figura pudiera influir en la visión del juez interviniente, que, aplicando la LSC como base, priorizaría la concepción del derecho al dividendo como derecho económico esencial del accionista; es que aconsejaría al cliente no implementar este sistema en las condiciones actuales de composición accionaria. En su lugar, le propondría al cliente que intente llegar a un acuerdo con la Familia Azcona para adquirir la totalidad de su paquete accionario, así como el de todo aquel accionista que pudiera suponer un opositor a la implementación del sistema *scrip dividend*, para que de esta forma, una vez logrado, se pueda libremente establecer este sistema con el aval de la totalidad de accionistas, evitando así futuras judicializaciones.

Bibliografía.

- FUENTES:
- FUENTES BIBLIOGRÁFICAS:
 - ARAGÓN TARDÓN, Susana, “*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. Revista Práctica de Derecho, 265, 5-36, disponible en <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2023.15771> con fecha 14 de noviembre de 2024.
 - GALÁN CORONA, Eduardo, “*Tratado de derecho de la competencia y de la publicidad*”, Ed. Tirant Lo Blanch, publicado en julio de 2014, disponible en <https://www.tirantonline.com/tol/documento/show/4431492?general=proceso+sancion>

ador+conducta+colusoria&index=0&navigate_url=%2Fbase%2Ftol%2Fdoctrina%2Fsearches%2Fnavigate%3Ftoken_id%3D672f6527782c8a000e431b1a&next_index=1&num_found=4&pais=esp&search_type=doctrina&search_url=%2Fbase%2Ftol%2Fdoctrina%2Fsearches%3Findex%3D0%26token_id%3D672f6527782c8a000e431b1a&token_id=672f6527782c8a000e431b1a&controller=documents&action=show&appname=tol&legacy=true&librodoctrina=9212# con fecha 9 de noviembre de 2024.

- DE CÁRDENAS SMITH, Carlos, “*Supuestos excluidos de la obligación de formular opa por adquisición de control*”, Uría Menéndez, disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2335/documento/079ccs.pdf?id=1960> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- MCLAREN, Robbie, “*Carve-out M&A Transactions - a practical guide*”, Ed. Globe Law and Business, 2019, Surrey. Reino Unido.

▪ FUENTES DOCUMENTALES:

- AGM ABOGADOS, “*Garantías para contingencias en contratos de compraventa de empresas (SPA)*”, publicado el 20 de septiembre de 2022, disponible en <https://www.agmabogados.com/garantias-contingencias-spa/> con fecha 20 de noviembre de 2024.
- AKTION LEGAL, “*La manifestaciones y garantías del vendedor en la compraventa de empresa*”, publicado con fecha 8 de junio de 2022, disponible en <https://www.aktionlegal.com/la-manifestaciones-y-garantias-del-vendedor-en-la-compraventa-de-empresa/> con fecha 13 de noviembre de 2024.
- ALFARO, Jesús, “*La distribución de dividendos*”, publicado en el Almacén de Derecho el 14 de octubre de 2021, disponible en <https://almacenederecho.org/la-distribucion-de-dividendos> con fecha 17 de noviembre de 2024.
- ALFARO, Jesús, “*Los consejeros dominicales o representativos y los límites al deber de secreto*”, publicado en el Almacén de Derecho el 19 de mayo de 2024, disponible en <https://almacenederecho.org/los-consejeros-dominicales-o-representativos-y-los-limites-al-deber-de-secreto#:~:text=Los%20conflictos%20de%20inter%20C3%A9s%20del,la%20carga%20>

[de%20la%20prueba](#) con fecha 17 de noviembre de 2024.

- ANTEO ETL, “*La aportación de rama de actividad*”, publicado el 6 de noviembre de 2023, disponible en <https://anteoetl.com/la-aportacion-de-rama-de-actividad/> con fecha 1 de diciembre de 2024.
- BALLESTER COLOMER, Juan E., “*Un negocio jurídico low cost. «Aportación a la 118»*”, publicado en Diario La Ley, Nº 9366, Sección Tribuna, 26 de Febrero de 2019, Wolters Kluwer, disponible en https://diariolaley.laleynext.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAEAFWP0WuDMBDG_xrzIowYy0of8qDGUqFYt2aDPZUz3jQgpiTRrv_94sYGPbiPu9_3Pdx5aB1PKAHIZxiFUTxJ10UvKKFdHWM7tPmdM-KNh_EVHWfPxA3mVsOie_DaTDIYLu2MRHcdF5KGYju6YZQsaF0I8Hfd4-SRDLoFjqH9bx6c006ABY5OhfxoyohthIzSdn8KUpfRVu3L4pBdqroqLs1bHnxGk13EPikLEqYt_oF0ISQAUZ5FGT_m4kN2lln8mCUOwaqhgR55NWmIzRO46xdRY-DhLCxgxKn7_84dYZZ7U8DKjvf-gb8paKW0_AQAAWKE con fecha 12 de noviembre de 2024.
- BANCO SANTANDER, “*¿Qué es un programa de recompra de acciones y por qué es importante para los accionistas?*”, publicado el 26 de septiembre de 2024, disponible en <https://www.santander.com/es/stories/recompra-acciones> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- BLOOMBERG LAW, “*M&A, Drafting Guide - Memorandum of Understanding*”, disponible en <https://www.bloomberglaw.com/external/document/XET6SQQG000000/m-a-drafting-guide-memorandum-of-understanding> con fecha 13 de noviembre de 2024.
- BORRACHERO TAMAME, Daniel, LET&GET, “*Escrow; Garantías en un proceso de compraventa de negocios*”, publicado el 18 de julio de 2023, disponible en <https://www.letandget.es/escrow/> con fecha 13 de noviembre de 2024.
- CALVO, J., “*Régimen fiscal especial aplicable en el Impuesto sobre Sociedades a las aportaciones no dinerarias de ramas de actividad y de canje de valores: su compatibilidad con los principios de libertad de establecimiento y de libre circulación de capitales*”, Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia, ISSN 1575-2011, Nº 21, 2011, págs. 44-53.

- CAMPOS FAURA, Miquel, AUGUSTA ABOGADOS, S.L.P., “*Garantías en operaciones de M&A*”, publicado el 31 de marzo de 2021, disponible en <https://lex.ahk.es/actualidad-juridica/garantias-en-operaciones-de-ma> con fecha 13 de noviembre de 2024.
- CIALT, “*La escisión parcial inversa como operación de reestructuración empresarial*”, publicado el 22 de abril de 2024, disponible en <https://www.cialt.com/blog/tienes-derecho-a-saber/la-escision-parcial-inversa-como-operacion-de-reestructuracion-empresarial/> con fecha 2 de diciembre de 2024.
- CLARAMUNT, Leticia, “*Esquema de la Fusión de Sociedades: Hitos*”, publicado el 22 de junio de 2022, disponible en <https://www.ilpabogados.com/esquema-de-la-fusion-de-sociedades-hitos/> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- CNMC Blog, “*Manual de instrucciones para entender la fusión entre CaixaBank y Bankia aprobada por la CNMC*”, disponible en <https://blog.cnmc.es/2021/03/30/manual-de-instrucciones-para-entender-la-fusion-entre-caixabank-y-bankia-aprobada-por-la-cnmc/> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- CNMC, “*Fusiones y Adquisiciones*”, disponible en <https://www.cnmc.es/vigilamos-la-competencia/fusiones-y-adquisiciones> con fecha 15 de noviembre de 2024.
- CNMC, “*Informe y Propuesta de Resolución Expediente C/1166/21 Media Markt Saturn/Activos Worten*”, disponible en https://www.cnmc.es/sites/default/files/3491405_9.pdf con fecha 14 de noviembre de 2024.
- CNMV, “*Glosario Financiero*”, disponible en <https://www.cnmv.es/portal/inversor/glosario.aspx?id=0&term=Consejero%20dominical&idlang=1&lang=es#:~:text=Es%20el%20que%20forma%20parte,o%20a%20trav%C3%A9s%20de%20un%20representante> con fecha 17 de noviembre de 2024.
- CORPORATE INVESTMENT – SELLSIDE M&A ADVISORS, “*M&A Update: What is a Letter of Intent (LOI) in M&A – and Why Use One?*”, disponible en [https://corpinvest.com/letter-of-intent-loi-m-and-a/#:~:text=The%20Letter%20of%20Intent%20\(LOI,du%20diligence%E2%80%9D%20phase%20of%20acquisition](https://corpinvest.com/letter-of-intent-loi-m-and-a/#:~:text=The%20Letter%20of%20Intent%20(LOI,du%20diligence%E2%80%9D%20phase%20of%20acquisition) con fecha 13 de noviembre de 2024.

- CUATRECASAS, “10 claves en la litigación de M&A”, publicado en abril de 2023, disponible en <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercantil/art/ma-responsabilidad-vendedor-compraventas-empresa> con fecha 13 de noviembre de 2024.
- CUATRECASAS, “W&I insurance”, publicado en enero de 2022, disponible en <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercantil/art/ma-responsabilidad-vendedor-compraventas-empresa> con fecha 13 de noviembre de 2024.
- DLA PIPER, “M&A term sheets 101”, disponible en <https://www.dlapiperaccelerate.com/knowledge/2017/m-a-term-sheet-101.html#:~:text=What%20is%20a%20term%20sheet,%2Dsolicitation%2C%20exclusivity%20and%20confidentiality> con fecha 12 de noviembre de 2024.
- EUROINNOVA, “¿Qué es un memorándum de entendimiento y para qué sirve?”, disponible en <https://www.euroinnova.com/derecho/articulos/memorandum-de-entendimiento> con fecha 11 de noviembre de 2024.
- FERNÁNDEZ-TRESGUERRES, Ana, “Transmisión de participaciones sociales intragrupo”, publicado con fecha 18 de mayo de 2015, disponible en <https://www.eleconomista.es/opinion-legal/noticias/6719849/05/15/Transmision-de-participaciones-sociales-intragrupo.html> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- GARRIGUES, “Cláusulas de ‘sandbagging’ y ‘antisandbagging’ en operaciones de M&A: ¿cómo están reguladas en Latinoamérica?”, publicado el 13 de abril de 2021, disponible en https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/clausulas-sandbagging-antisandbagging-operaciones-ma-estan-reguladas-latinoamerica con fecha 13 de noviembre de 2024.
- GINER VINCUERIA, Marta, “Nueva Ley de Modificaciones Estructurales de Sociedades Mercantiles”, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, 62, pp. 128-138 (ISSN: 1578-956X), disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8575/documento/AJUM62-art.pdf?id=13454&forceDownload=true> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- GÓMEZ POMAR, Fernando, “Daños y perjuicios en las operaciones de compraventa de

empresa”, Revista de Derecho Civil, vol. IX, núm. 2 (abril-junio, 2022), Estudios, pp. 1-69, ISSN 2341-2216, disponible en <http://nreg.es/ojs/index.php/RDC> con fecha 14 de noviembre de 2024.

- IE, “Los contratos de M&A en España”, disponible en https://www.ie.edu/business/centros/Proyectos/Informe%20Estudio%20MA_definitivo%2024112015.pdf con fecha 11 de noviembre de 2024.
- ING, “¿En qué consiste el scrip dividend y qué consecuencias tiene para el pequeño inversor?”, disponible en <https://www.ing.es/ennaranja/invertir-dinero/conceptos-utiles/consiste-scrip-dividend-consecuencias-pequeno-inversor#:~:text=La%20principal%20ventaja%20para%20estos,que%20se%20venden%20las%20acciones> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- IRRIBARREN, M., “Los dividendos electivos o scrip dividends”, Revista de Derecho Mercantil, n. 284/2012.
- LETSLAW – TECH LAW & FINANCE, “Memorándum de entendimiento”, publicado el 7 de septiembre de 2020, disponible en <https://letslaw.es/memorandum-de-entendimiento/> con fecha 10 de noviembre de 2024.
- LOMBA, Pierre, publicado en CINCO DÍAS con fecha 4 de junio de 2024, disponible en <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2024-06-04/los-plazos-de-la-cnmc-con-la-operacion-del-bbva-y-el-sabadell-de-cinco-meses-a-un-ano-y-si-el-gobierno-la-autoriza.html> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- LYCZKOWSKA, Karolina, “‘Scrip dividend’ y usufructo de las acciones: ¿Cuántas clases hay en el mercado?”, publicado en El Notario del Siglo XXI, Revista 57, disponible en <https://www.elnotario.es/panorama/3850-scrip-dividend-y-usufructo-de-las-acciones-cuantas-clases-hay-en-el-mercado> con fecha 18 de noviembre de 2024.
- MENCHACA VITE, Julio, “Las R&W e Indemnities en las operaciones de M&A”, publicado el 29 de agosto de 2022, disponible en <https://www.agmabogados.com/las-rw-indemnities-en-las-operaciones-de-ma/> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- MESA, José María, “Las cláusulas MAC o ‘material adverse change’”, disponible en <https://www.mariscal-abogados.es/las-clausulas-mac-o-material-adverse->

[change/#:~:text=Las%20cl%C3%A1usulas%20MAC%20\(en%20ingl%C3%A9s,contrato%20o%20privarle%20de%20sentido](#) con fecha 11 de noviembre de 2024.

- MODELANDUM, “*El Leveraged Buyout (LBO). ¿Qué es?*”, publicado el 14 de junio de 2023, disponible en <https://modelandum.com/el-leveraged-buyout-lbo-que-es/> con fecha 13 de noviembre de 2024.
- MORALES, Beatriz, “*Transmisión de participaciones: Aspectos legales que no puedes pasar por alto*”, disponible en <https://www.unniun.com/transmision-de-participaciones-aspectos-legales-que-no-puedes-pasar-por-alto/> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- NAVARRO LLIMA ABOGADOS, “*Cuestiones jurídicas sobre la transmisión de acciones y participaciones sociales*”, publicado con fecha 28 de julio de 2024, disponible en <https://www.navarrollimaabogados.com/noticias/transmision-de-acciones-y-participaciones-sociales-sociedades-mercantiles/> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- NAVAS MIR, Félix, AGM Abogados, “*Análisis de las limitaciones de los acuerdos de no competencia en adquisiciones de empresas*”, publicado el 21 de octubre de 2022, disponible en <https://www.agmabogados.com/analisis-de-las-limitaciones-de-los-acuerdos-de-no-competencia-en-adquisiciones-de-empresas/> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- PWC, “*Solución carve-out*”, disponible en <https://www.pwc.es/es/soluciones/consultoria/assets/solucion-carve-out.pdf> con fecha 12 de noviembre de 2024.
- PWC, “*Seguro W&I en transacciones de fusiones y adquisiciones*”, publicado el 20 de abril de 2022, disponible en <https://www.pwclegal.be/en/news/w-i-insurance-in-m-a-transactions.html> con fecha 10 de noviembre de 2024.
- SANZ GONZÁLEZ, María, ILP Abogados, “*Reps and Warranties (R&W)*”, publicado el 18 de octubre de 2022, disponible en <https://www.ilpabogados.com/reps-and-warranties-rw/> con fecha 13 de noviembre de 2024.
- TRÉNOR LÖWENSTEIN, Carlos, “*ESCISIÓN DE SOCIEDADES. Mercantil y societario*”, disponible en <https://lopez-iborabogados.com/article/escision-de-sociedades/> con fecha 14 de noviembre de 2024.

- URRUTIA, Paul, en LEIALTA, “Qué es la Escisión financiera o Escisión parcial inversa”, publicado el 30 de octubre de 2020, disponible en <https://www.leialta.com/blog/escision-financiera-que-es/> con fecha 14 de diciembre de 2024.
- VIDAL VELA, David, “Una aproximación jurídica a la figura contable «aportaciones de socios o propietarios» de la cuenta 118 del Plan General Contable”, publicado en LA LEY Mercantil nº 80, mayo 2021, Nº 80, 1 de may. de 2021, Editorial Wolters Kluwer, disponible en <https://www.cuatrecasas.com/resources/una-aproximacion-juridica-a-la-figura-contable-aportaciones-de-socios-o-propietarios-de-la-cuenta-118-del-plan-general-contable-4157-9825-9503-v.1-613a27fc8e346250890329.pdf?v1.76.0.20240613#:~:text=Asimismo%2C%20las%20aportaciones%20de%20la,en%20favor%20de%20los%20aportantes> con fecha 12 de noviembre de 2024.
- VINCA CAPITAL, “¿Qué son los Carve-Out? ¿Ha llegado su momento?”, disponible en <https://vincacapital.com/que-son-los-carve-out-ha-llegado-su-momento/> con fecha 12 de noviembre de 2024

▪ FUENTES NORMATIVAS:

- VERSIÓN CONSOLIDADA DEL TRATADO DE FUNCIONAMIENTO DE LA UNIÓN EUROPEA, Art. 101.1, publicado por el Diario Oficial de la Unión Europea el 30 de marzo de 2010, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT> con fecha 9 de noviembre de 2024.
- Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, deroga la Ley 3/2009, de 3 de abril, e introduce numerosas novedades en materia de modificaciones estructurales para, entre otras cuestiones, transponer la Directiva (UE) 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, publicado en el BOE núm. 154, de 29 de junio de 2023, disponible en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2023-15135> con fecha 14 de noviembre de 2024.

- Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, publicado en el BOE núm. 288, de 28/11/2014, disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-12328> con fecha 1 de diciembre de 2024.
- 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, publicado en el BOE núm. 253, del 20/10/2011, disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2011-16467&p=20240802&tn=0> con fecha 9 de noviembre de 2024.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, publicado en el BOE núm. 161, de 03/07/2010, disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544&p=20240802&tn=0> con fecha 13 de noviembre de 2024.
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, publicado en el BOE núm. 180, de 28/07/2007, disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483&p=20141001&tn=0> con fecha 14 de noviembre de 2024.
- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, publicada en el BOE núm. 159, de 04/07/2007, disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-12946> con fecha 13 de noviembre de 2024.
- Real Decreto 1281/2002, de 5 de diciembre, por el que se aprueba el Estatuto General de los Procuradores de los Tribunales de España publicada en el BOE núm. 305, de 21/12/2002, disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2002-24906&p=20090309&tn=0> con fecha 12 de noviembre de 2024.
- Real Decreto 135/2021, de 2 de marzo, por el que se aprueba el Estatuto General de la Abogacía Española publicada en el BOE núm. 71, de 24/03/2021, disponible en <https://www.boe.es/boe/dias/2021/03/24/pdfs/BOE-A-2021-4568.pdf> con fecha 12 de noviembre de 2024.
- Código Deontológico de la Abogacía Española aprobado por el Pleno del Consejo General de la Abogacía española el 6 de marzo de 2019, disponible en <https://abogacivasca.net/wp->

content/uploads/2024/01/codigo_deontologico_abogacia_espanola_2019.pdf con
fecha 12 de noviembre de 2024.

▪ FUENTES JURISPRUDENCIALES:

- Tribunal Supremo (Sala 3ª) Ple. S 4-11-2008, rec. 5837/2005
- Tribunal Supremo (Civil), sec. 1ª, S 18-05-2012, nº 301/2012, rec. 1153/2009.
- Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 2ª, S 22-12-2016, nº 2749/2016, rec. 2804/2015.
- Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 2ª, S 20-07-2014, rec. 3569/2011.
- Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 2ª, S 26-09-2014, rec. 844/2012.
- Tribunal Supremo (Civil), sec. 1ª, S 27-03-2019, nº 187/2019, rec. 1120/2015.
- Tribunal Supremo (Contencioso), sec. 3ª, S 19-12-2022, nº 1684/2022, rec. 7573/2021.
- AP Navarra, sec. 3ª, S 05-05-2022, nº 296/2022, rec. 974/2018.
- AP Madrid, sec. 28ª, S 04-12-2015, nº 350/2015, rec. 677/2013.
- AP Barcelona, sec. 15ª, S 09-05-2008, nº 164/2008, rec. 189/2007.
- Resolución DGRN de 19 de septiembre de 2019 (B.O.E. de 8/11/2019).
- SUBDIRECCIÓN GENERAL DE IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS JURÍDICAS, “*Consulta Vinculante V1978-16, de 9 de mayo de 2016*”, (LA LEY 2150/2016).