

Máster Universitario en Acceso a la Abogacía y la Procura



TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

Especialidad en Derecho de la Empresa

Patricia Moya Felipe

02780192K

Diciembre 2024

## Índice

- I. Introducción común a los supuestos
- II. Dictamen jurídico I, relativo a la posible integración por fusión de Andalusia Harbors S.L. y la división de gestión de puertos de Estrella Del Mar S. A. para nuestro cliente Atlas Capital
  - 1. Antecedentes
  - 2. Cuestiones objeto del dictamen
  - 3. Análisis
  - 4. Conclusiones
- III. Dictamen jurídico II, relativo a la potencial operación de toma de una participación minoritaria en la sociedad cotizada OceanShip, S.A.
  - 1. Antecedentes
  - 2. Cuestiones objeto del dictamen
  - 3. Análisis
  - 4. Conclusiones
- IV. Dictamen jurídico III, relativo a la solicitud de las empresas Estrella del Mar y Oceanship al objeto de formular una propuesta de reparto de dividendos atractiva para los accionistas.
  - 1. Antecedentes
  - 2. Cuestiones objeto del dictamen
  - 3. Análisis
  - 4. Conclusiones
- V. Anexo
- VI. Referencias legales y bibliográficas consultadas

## **I. Introducción común a los supuestos.**

La empresa Estrella del Mar, S.A., con sede en Bilbao, es la compañía principal de un grupo empresarial español con más de seis décadas de experiencia. Actualmente, se dedica principalmente al transporte internacional de mercancías, operando rutas que conectan los puertos de Bilbao y Coruña con las principales ciudades portuarias del norte de Europa y, en menor medida, con el noroeste de África.

No obstante, en sus primeros años, Estrella del Mar se fundó como una empresa enfocada en la gestión portuaria dentro del sector del transporte de mercancías, realizando tareas como la navegación de grandes buques en los puertos y la carga y descarga de mercancías, mediante concesiones otorgadas por las autoridades correspondientes. Esta actividad sigue llevándose a cabo hoy en día en los puertos de Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca.

Debido al rápido crecimiento de su negocio de transporte de mercancías, el Consejo de Administración ha decidido desinvertir su división de gestión portuaria, considerándola no estratégica.

El propósito de este trabajo es presentar tres dictámenes para responder a las preguntas formuladas a partir un supuesto de hecho común del que derivan cuestiones diversas que se articulan en tres partes que serán objeto de análisis individual en cada uno de los tres dictámenes que serán explicados a continuación.

## **II. Dictamen jurídico I, relativo a la posible integración por fusión de Andalusia Harbors S.L. y la división de gestión de puertos de Estrella Del Mar S. A. para nuestro cliente Atlas Capital.**

### **1. Antecedentes:**

El fondo de inversión Atlas Capital, que recientemente adquirió Andalusia Harbors, S.L., una empresa que gestiona instalaciones portuarias en el sur de España mediante concesiones, nos formula consulta sobre la posibilidad de adquirir otra entidad. El objetivo de la operación es fusionar Andalusia Harbors con la división de gestión portuaria de Estrella del Mar, con sede en Bilbao, que se encarga de la navegación de grandes buques en los puertos y de las labores de carga y descarga de mercancías, creando así un único grupo económico.

1. La estructura actual de la Sociedad Estrella del Mar es la que se detalla a continuación:

- Concesión del puerto de Bilbao: Estrella de Mar es la titular de la concesión del puerto de Bilbao y tiene un contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L.
- Equipo de dirección: La gestión del grupo recae sobre el equipo directivo de Estrella de Mar, cuyos miembros también prestan servicios en las actividades principales de transporte de mercancías.
- Estrella Gestión Puertos, S.L.U.: Estrella de Mar posee el 100% de Estrella Gestión Puertos, la cual es responsable de las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander, además de otros activos relacionados con estas ubicaciones.
- Estrella Mercancías, S.L.U.: Estrella de Mar también tiene el 100% de Estrella Mercancías, que a su vez posee el 100% de Estrella Marruecos, S.L.U. Esta última tiene la concesión del puerto de Casablanca, junto con otros recursos humanos y materiales asociados a dicho puerto.

2. Adquisición por Atlas Capital: el fondo de inversión Atlas Capital ha finalizado la compra de Andalusia Harbors, S.L., una empresa que opera instalaciones portuarias en el sur de España.

3. Valoración de compra de la división de gestión de puertos: Atlas Capital está evaluando la posible adquisición de la división de gestión de puertos de Estrella de Mar con el objetivo de fusionarla con Andalusia Harbors.

4. Expediente de la CNMC: En diciembre de 2023, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) inició una investigación contra Estrella de Mar debido a la participación de su jefe de división en reuniones con directivos de otras cuatro empresas, con el fin de coordinar su participación en subastas y maximizar sus beneficios económicos. Esta investigación se refiere específicamente a la concesión del puerto de Santander.

5. Procedimiento judicial de Generali Seguros S.A.: Generali Seguros S.A. ha iniciado un procedimiento judicial contra Estrella de Mar, reclamando una indemnización de 36.000 euros por los daños ocasionados en una plataforma elevadora de su asegurado durante los trabajos de estiba realizados por una grúa pórtico de Estrella de Mar en el puerto de Bilbao.

### **2. Cuestiones objeto del dictamen:**

Después de las primeras reuniones, se presentan las siguientes cuestiones por parte de Atlas Capital a las que daremos respuesta en el presente dictamen:

- a. Evaluación de las Consecuencias Adversas del Procedimiento Sancionador de la CNMC.
- b. Medidas y recomendaciones para mitigar los riesgos en la compraventa.
- c. Protección en el contrato de compraventa
- d. Reorganización societaria y control de la actividad

### **3. Análisis:**

#### **a. Evaluación de las consecuencias adversas del procedimiento sancionador de la CNMC.**

La CNMC, en diciembre de 2023, abrió un expediente sancionador por actividades en el Norte de España contra Estrella del Mar relacionado con reuniones repetidas entre el jefe de división de Estrella del Mar y otros responsables de cuatro compañías, con el fin de repartir las subastas y maximizar los beneficios, lo cual afectaría específicamente a la concesión del puerto de Santander.

Las amenazas económicas que se derivan del incumplimiento de obligaciones legales y consecuente sanción por parte de la CNMV a Estrella del Mar, deben tenerse en consideración a los efectos de disponer de un mapa de riesgos completo, que permita valorarlos de forma adecuada.

Procedemos a evaluar las posibles consecuencias adversas de esta investigación y cómo podrían protegerse contractualmente en el contrato de compraventa, así como las posibles medidas adicionales para mitigar los riesgos derivados de este asunto y recomendaciones para abordar esta situación.

Este tipo de prácticas que ha venido efectuando Estrella de Mar, como son las actividades de reparto de subastas a las que concurrir al objeto de maximizar los retornos económicos respecto a la concesión del puerto de Santander, se encuentran prohibidas por la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia y el Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia y se encuadran dentro del concepto de prácticas colusorias horizontales, que son aquéllas que se establecen mediante acuerdos, decisiones o prácticas concertadas con sus competidores al objeto de restringir, impedir o falsear la libre competencia y en este caso, su ejercicio ha tenido repercusión directa en el puerto de Santander.

En el procedimiento sancionador abierto por la CNMC es previsible que pueda concluirse con la demostración de la culpabilidad de Estrella del Mar, debido a los múltiples medios de prueba admisibles como evidencia de la manipulación de licitaciones, como es el testimonio de participantes, o evidencias circunstanciales, claramente demostrables en este caso, como serían las ofertas sospechosas, informes de viajes y gastos, registros telefónicos o correos electrónicos, entre otros.

Estas cuestiones se dirimirán en la fase de instrucción que tiene una duración inicial de doce meses desde la incoación del expediente sancionador y en ella la Dirección de Competencia realiza todos los actos de instrucción necesarios para la conclusión del expediente y se concede a las empresas la posibilidad de presentar prueba y las alegaciones que consideren oportunas en su defensa.

Debido a las múltiples posibles pruebas antes señaladas, resulta previsible una condena en el procedimiento sancionador y diversas consecuencias económicas graves para Estrella del Mar y para la pretendida fusión, por lo que debemos valorar y minorar estos efectos negativos, a cuyo fin previamente es preciso analizar y prever todas las posibles consecuencias negativas.

Las conductas colusorias, recogidas en el art. 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (LDC), además de la nulidad de pleno derecho de tales prácticas o acuerdos, tienen alcances diversos que a continuación pasamos a relacionar:

- **Sanciones Económicas:** La CNMC puede imponer sanciones económicas a Estrella del Mar por prácticas de competencia desleal.

Las actuaciones dirigidas a coordinarse para fijar precios, repartirse mercados o manipular subastas constituye una infracción grave o muy grave de la normativa sobre competencia y se trata de una práctica colusoria que afecta al libre juego de la competencia, y su objetivo es distorsionar el proceso competitivo para obtener beneficios.

De conformidad con lo previsto en el artículo 63 de la LDC, la cuantificación de las sanciones por infracciones graves o muy graves contra la competencia se establece de acuerdo con los siguientes porcentajes:

- 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, en el caso de infracciones graves y de hasta el 10 por ciento de la facturación total en el caso de infracciones muy graves.

En caso de que no sea posible delimitar el volumen de negocios, las sanciones por infracciones graves o muy graves contra la competencia se aplicarán dentro de los siguientes límites:

- Multa de 500.001 hasta 10 millones de euros, en el caso de infracciones graves.
- Multa de más de 10 millones de euros, en el caso de infracciones muy graves.

El tipo de infracción y la cuantía de la multa dependen de diversos factores que se toman en consideración por la CNMC y que atienden a los siguientes criterios:

- La dimensión y características del mercado afectado por la infracción y la cuota de mercado de la empresa o empresas responsables.
- El alcance y duración de la infracción.
- El efecto de la infracción sobre los derechos y legítimos intereses de los consumidores y usuarios o sobre otros operadores económicos.
- Los beneficios ilícitos obtenidos como consecuencia de la infracción.
- Las circunstancias agravantes y atenuantes que concurran en relación con cada una de las empresas responsables.

En el caso concreto de Estrella del Mar, si se demuestra la colusión, la sanción que podría imponer la CNMC, atendiendo a los criterios antes expuestos y que por el momento no podemos cuantificar podría ser significativa, ya que las sanciones por este tipo de infracciones suelen ser de gran cuantía para disuadir a las empresas de incurrir en conductas anticompetitivas. Esta multa, podría generar una deuda en la empresa, reflejado en sus cuentas anuales que Estrella del Mar deberá atender y por tanto afectar negativamente en su balance y en el valor de la compañía.

Como consecuencia del menor valor de la compañía, si en el corto o medio plazo nuestro cliente Atlas Capital, decidiera vender Estrella del Mar por cualquier motivo, su valor no resultaría atractivo para los inversores, constituyéndose en una pérdida potencial para nuestro cliente, resultante del valor pagado por Estrella del Mar en el momento de la adquisición y el valor de la empresa una vez integrada la deuda por la sanción impuesta por la CNMC en su balance.

- **Inhabilitación para participar en licitaciones públicas y formalizar contratos públicos.**

Además de las sanciones económicas, Estrella del Mar, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 65 de la LDC, podría ser inhabilitada para participar en licitaciones y contratos públicos durante un periodo de tiempo determinado lo que redundaría en la concesión de los puertos de Bilbao y Santander y en el posible cese o restricción en dichas actividades durante el tiempo que dure la inhabilitación para licitar y contratar en el ámbito público, conforme a la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de contratos del Sector Público y el Real Decreto Ley 3/2020, de 4 de febrero de medidas urgentes por el que se incorporan al ordenamiento jurídico español diversas directivas de la Unión Europea en el ámbito de la contratación pública en determinados sectores; de seguros privados; de planes y fondos de pensiones; del ámbito tributario y de litigios fiscales y al Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 del septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante.

- **Reclamación de daños por terceros.**

Además de las sanciones económicas que puedan imponer la CNMC y el efecto colateral de pérdida de valor de la empresa, también los terceros que hayan sufrido daños como consecuencia de infracciones de la competencia pueden reclamar los mismos.

En el Real Decreto Ley 9/2017, de 26 de mayo (RDL 9/2017), por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores, se han elaborado los mecanismos para posibilitar las reclamaciones de estos daños por infracciones de competencia.

A tenor del citado RDL 9/2017 puede iniciar un procedimiento para reclamar cualquier persona física o jurídica que haya sufrido un perjuicio a consecuencia de las infracciones en materia de competencia y es preciso que haya existido un procedimiento sancionador previo, y los hechos probados en el ámbito de la CNMC, son automáticamente aplicables a la vía civil. La prescripción de la acción es de 5 años a contar desde el cese de la infracción.

No obstante, es necesario probar o acreditar la existencia de los daños y establecer su cuantificación indemnizadora.

También desconocemos en este momento, si han existido estos daños y, en caso afirmativo, si se reclamarán este tipo de daños por un tercero, desconociendo así mismo su posible cuantía. Por ello, también es otra cuestión que sólo puede conocerse en un futuro y aporta mayor incertidumbre a las condiciones de la adquisición.

- **Daño a la reputación.**

Una sanción por prácticas anticompetitivas puede dañar la reputación de Estrella del Mar, que además de las sanciones pecuniarias tendrá efectos negativos colaterales debido a la pérdida de clientes, fuga de empleados y disminución de ingresos en los periodos sometidos a al expediente sancionador, circunstancias que afectarían su posición en el mercado y a su capacidad para operar eficientemente en el futuro, consecuencias negativas que repercutirían directamente en la empresa resultante de la fusión.

Las consecuencias negativas de la posible mala reputación empresarial que pueda adquirir Estrella del Mar por su conducta anticompetitiva, redundarían de forma negativa en el valor de la empresa y pueden ser un factor de riesgo adicional que se traduzca en una posible disminución del precio de venta de la misma en un futuro, que nuestro cliente deberá tener en cuenta a la hora de negociar la compra de Estrella de Mar. Entre estas consecuencias cabe citar:

El impacto negativo en la imagen corporativa, erosionando la confianza del mercado, clientes y socios comerciales, puede ser difícil de revertir y requerir un esfuerzo significativo de gestión de crisis y reparación de daños. La valoración de Estrella del Mar en el mercado podrá decaer, y será más difícil conseguir será caer nuevos clientes y colaboradores, dificultando su actividad. Así mismo, se puede generar una crisis de confianza en Estrella del Mar, que puede afectar negativamente a sus relaciones comerciales a futuros inversionistas o como en este caso, una futura fusión. Adicionalmente, es un riesgo de alcance prolongado y difícil de medir.

- **Impacto del elemento temporal en la Operación de Adquisición y Fusión:**

Si el expediente sancionador avanza y se confirma la culpabilidad de Estrella del Mar, la operación de compra de la división portuaria podría verse afectada, desde una perspectiva financiera debido a la posible caída del valor de la empresa

Desde el punto de vista financiero, la posible caída del valor de la empresa puede actuar como un aspecto positivo en el sentido de comprar a un precio bajo si el expediente sancionador concluye antes de formalizar la adquisición.

Si por el contrario se finaliza el expediente con posterioridad a la compra de Estrella de Mar, resultaría antieconómico para nuestro cliente, Atlas Capital, que pagará un precio mayor por una empresa que en un breve espacio de tiempo verá disminuido su valor de compra debido a los daños sufridos por Estrella del Mar como consecuencia de las prácticas colusorias, que además de las sanciones pecuniarias, tendrá efectos negativos colaterales debido a los daños en la reputación antes señalados, que se puede concretar en pérdida de clientes, fuga de empleados, desconfianza de los proveedores y disminución de ingresos en los periodos sometidos a al expediente sancionador.

Este doble impacto económico, positivo y negativo, puede jugar a favor de nuestro cliente que podría renegociar las condiciones de la operación y conseguir un precio muy por debajo de mercado. El riesgo aquí radica en el elemento temporal entre la finalización del procedimiento sancionador y la formalización del contrato de compraventa.

El artículo 36 de la LDC dispone que el plazo máximo para dictar la resolución sancionadora es de 18 meses (la fase de instrucción tiene una duración de 12 meses y la fase de resolución dura unos 6 meses). Probablemente la formalización de la operación tendrá lugar antes de que recaiga resolución en el procedimiento sancionador, por ello el impacto económico podemos anticipar que será negativo para nuestro cliente porque habrá negociado las condiciones de la compraventa con anterioridad a la cuantificación de la multa por la CNMC.

#### **b. Medidas y recomendaciones para mitigar los riesgos en la compraventa.**

- **Defensa Jurídica, negociaciones, colaboración de Estrella del Mar.**

Una medida fundamental y prioritaria para mitigar los riesgos de la operación será que Estrella del Mar presione y colabore con su departamento jurídico para minimizar las posibles consecuencias de la investigación de la CNMC. Podría ser muy útil y representaría un importante paliativo de las previsibles consecuencias negativas antes señaladas, la construcción de una defensa sólida, así como promover la consecución de un acuerdo con la CNMC antes de que el procedimiento avance más.

En este sentido, el artículo 52 de la LDC establece la posibilidad de terminación convencional del procedimiento sancionador, cuando los presuntos infractores propongan compromisos que resuelvan los efectos sobre la competencia derivados de las conductas objeto del expediente y quede garantizado suficientemente el interés público. Los compromisos serán vinculantes y surtirán plenos efectos una vez incorporados a la resolución que ponga fin al procedimiento. A tales efectos, Estrella del Mar debería instarlo antes de que finalice el plazo para presentar las alegaciones al Pliego de Concreción de Hechos y a través de la presentación de unos compromisos claros y susceptibles de ser vigilado su cumplimiento por la Administración.

No obstante, se trata de una facultad discrecional de la Dirección de Competencia, que es quien debe valorar si procede iniciar el procedimiento de terminación convencional y, posteriormente, aceptar o, en su caso, denegar los compromisos propuestos por las partes<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Jordi Garzón Rayo (2022) Especialidades procedimentales en los procedimientos sancionadores en materia de competencia. Cuestiones prácticas sobre el derecho de la competencia (pág.12)



- **Gestión y Mitigación de riesgo reputacional.**

Estrella del Mar debería desarrollar rápidamente estrategias para gestionar y mitigar el riesgo de una crisis reputacional y así minimizar el impacto negativo del conocimiento del procedimiento sancionador iniciado contra ella. Para ello debe ser instada durante las negociaciones de la compraventa a que tome medidas concretas para evitar este tipo de conductas en el futuro y establecer un plan de acción claro y comunicarlo, de forma que el mercado sea conocedor de la nueva trayectoria iniciada por la empresa, dejando atrás este tipo de conductas. De esta forma, una rápida gestión divulgativa de las medidas adoptadas, que sea conocida de inmediato en el sector, puede evitar que la crisis reputacional perdure en el tiempo y represente una pérdida de valor futuro de la empresa de menor entidad y por tanto beneficie a nuestro cliente.

**c. Protección en el contrato de compraventa.**

Es aconsejable, ante la incertidumbre de la situación de Estrella del Mar, contar con medidas establecidas contractualmente para protegerse ante las posibles sanciones en el expediente abierto y para protegerse de posibles nuevas demandas por prácticas anticompetitivas, de forma que queden cubiertos los daños y perjuicios de la sanción, así como los derivados de las posibles acciones de terceros establecidas en el señalado RDL 9/2017.

- **Establecimiento de cláusulas de representación y garantía** (*Representations and warranties o R&W*)

Las Representations & Warranties son cláusulas contractuales utilizadas comúnmente para reducir los riesgos derivados de los vicios ocultos.

Estas cláusulas no tienen como objetivo ofrecer garantías sobre los problemas detectados en la Due Diligence, sino que buscan proteger al comprador frente a posibles contingencias que puedan surgir en el futuro y que no fueron identificadas durante el proceso de Due Diligence. Precisamente vienen a cubrir o garantizar ese periodo posterior haciendo posible la extensión de la protección por vicios ocultos más allá del breve plazo que la legislación civil establece, habida cuenta que, si con posterioridad a la Due Diligence se detectan vicios ocultos en Estrella del Mar, la acción legal para reclamar al por estos defectos caduca a los seis meses de la compra (según el artículo 1.490 del Código Civil, en adelante CC). Además, en virtud de estas cláusulas el Atlas Capital dispondrá de un plazo de cinco años para reclamar un incumplimiento de las declaraciones y garantías otorgadas (conforme a lo dispuesto en el art. 1.964 del CC), plazo mucho mayor que los seis meses que otorga el art. 1.490 del CC.

Mediante estas cláusulas en el contrato de compraventa, Estrella del Mar manifestará hechos presentes o pasados, con el objetivo de asegurar a nuestro cliente que la información proporcionada por Estrella del Mar sobre ella es verdadera y precisa.

Estas cláusulas se basan en la buena fe y buscan asegurar que una de las partes, en este caso Estrella del Mar no incurra en fraudes, omisiones o distorsiones de la verdad, por las que Estrella del Mar declare y garantice a nuestro cliente en el momento de la firma del contrato una serie de medidas de cara a la protección de la operación de compraventa. Las cláusulas de Representación y Garantía son ser esenciales en este caso para proteger a nuestro cliente, asegurando que las afirmaciones que efectúa Estrella del Mar las cumpla y, de no ser así, nuestro cliente pueda reclamar si esas afirmaciones resultan ser falsas. En caso de que alguna de estas declaraciones y garantías no se cumpla, Estrella del Mar estará obligada a indemnizar a Atlas Capital por los daños que dicho incumplimiento haya causado, siguiendo el procedimiento de reclamación establecido en el contrato de compraventa.

Asimismo, este tipo de cláusulas de representación y garantía también permiten atribuir responsabilidad, es decir que garantizan que la información aportada es cierta, de forma que un incumplimiento de estas, permitirá a nuestro cliente reclamar una indemnización de daños y perjuicios o bien ofrecer un descuento en el precio de compra para compensar las posibles sanciones futuras.

- Las representations son declaraciones sobre hechos o circunstancias que ya existen
- Las warranties son garantías de que esos hechos son veraces y se mantendrán durante un tiempo determinado.

Son un medio de protección de nuestro cliente y se traducen en un mecanismo que traslada parte del riesgo de la operación del comprador al vendedor, es decir, el riesgo se transmite a Estrella del Mar, de forma que Atlas Capital tenga certeza sobre el estado real de la empresa.

Por ello las R&W además de dotar a la operación de seguridad jurídica, van a servir también para posibilitar ajustar el precio una vez concluida la compraventa, de forma que Estrella del Mar responda de ese compromiso manifestado, porque si las declaraciones son incorrectas o falsas (por ejemplo, si hay más litigios pendientes) Atlas capital tiene derecho a exigir una compensación. Esa compensación puede establecerse en función del daño que ha causado Estrella del Mar o bien sería otra opción transformar esa indemnización en un ajuste del precio de compra. Incluso si las consecuencias son graves, podría establecerse que la consecuencia fuera la nulidad del contrato. La efectividad de estas cláusulas radica en que aseguremos a Atlas Capital que todas las declaraciones y garantías de Estrella del Mar, incluyendo al menos, todos los aspectos que le resulten esenciales a nuestro cliente.

Los límites temporales de estas garantías oscilan entre 12 y 36 meses desde el cierre de la operación, con excepción de las contingencias fiscales, laborales y administrativas, para las cuales es habitual establecer un periodo igual al de su prescripción legal y los límites cuantitativos se establecen entre un importe mínimo para que un daño se considere indemnizable y/o un importe máximo del que responderá Estrella del Mar, que como señalábamos, puede estar vinculado al precio.

- La Specific Indemnity:

La “specific indemnity” es un instrumento de indemnización al comprador distinto del régimen de declaraciones y garantías que se utiliza para las contingencias especialmente relevantes ya conocidas antes de la firma del contrato de compraventa de empresa con objeto de cubrir el riesgo del comprador en el caso de que dichas contingencias se materialicen tras el cierre de la operación. Este sería el caso del procedimiento sancionador de la CNMC contra Estrella del Mar.

Mientras que las cláusulas de Representations and Warranties buscan proteger al comprador frente a riesgos potenciales no identificados, las cláusulas de Indemnities se centran en regular detenidamente las consecuencias de que se materialice un riesgo ya conocido por el comprador.

Por tanto, son otro tipo de cláusulas contractuales que también se utilizan frente a los vicios ocultos, pero, a diferencia de las declaraciones y garantías, estas no están dirigidas a proteger al comprador frente a los riesgos genéricos de cualquier compraventa de empresas, sino frente a los riesgos conocidos e identificados en la Due Diligence, como el procedimiento sancionador incoado por la CNMC contra Estrella del Mar.

Asimismo, se deberán incluir las partes incluyan mecanismos de compensación específicos, conocidos como indemnities, que son compromisos adicionales para cubrir riesgos identificados durante la due diligence, como en este caso sucede con los procedimientos sancionadores.

En este sentido, a través de las cláusulas de Indemnities se regulan remedios específicos para los supuestos en los que alguna de las contingencias detectadas en la Due Diligence se materialice.

Estas cláusulas están destinadas a garantizar que si existieran procedimientos en curso, como es este caso, deberán detallarse los mismos e incluir cláusulas de indemnización para cubrir los posibles perjuicios que puedan derivarse de este procedimiento.

A través de las cláusulas de Indemnities se regulan remedios específicos para los supuestos en los que alguna de las contingencias detectadas en la Due Diligence se materialice. Por ejemplo, en el supuesto de que se finalice el procedimiento sancionador de la CNMC, a través de una cláusula de Indemnity se definiría dicha contingencia y se impondría a Estrella del Mar la obligación de asumir la sanción que le impondría la CNMC, junto con los correspondientes costes asociados a dicha sanción.

En este tipo de cláusulas suele definirse un procedimiento de reclamación si alguna contingencia se materializa, distinguiéndose si se trata de una reclamación de un tercero, o de una reclamación entre las partes, con 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 que es uno de los aspectos más importantes, o la forma y plazos para realizar el pago de la indemnización. Por ello, es importante regular cómo se cuantificará el daño si se materializa la sanción de la CNMC y prever la posibilidad de reclamar el daño desde que se pueda cuantificar, aunque no haya habido un desembolso efectivo.

- Cláusula prosandbagging:

Deberá completarse la protección de nuestro cliente estableciendo una cláusula prosandbagging para determinar que el derecho de indemnización del comprador no se ve limitado por el conocimiento que pueda tener o por aquel que pueda haber obtenido en la due diligence.

- Contrato escrow:

Adicionalmente, podemos hacer uso de un contrato escrow, que se articula mediante la constitución de una cuenta a través de un agente, al cual se le transfieren montos equivalentes a una parte del valor de la transacción durante un periodo. Los fondos retenidos en escrow solo se pueden liberar bajo ciertas condiciones señaladas previamente por las partes, y al estar depositadas en una cuenta generan intereses a favor del vendedor.

De esta forma se asegura que las condiciones del contrato principal de compraventa se cumplen, confiando en un tercero imparcial. Este tercero puede ser cualquier persona o entidad de confianza, como un notario, abogado, agente de escrow o incluso un banco.

#### **d. Reorganización societaria y control de la actividad:**

La reorganización societaria debe tener como objetivo centralizar los activos portuarios en Estrella Gestión Puertos antes de la venta, asegurando que todo el proceso se realice de manera eficiente.

El objetivo es presentar una propuesta de reorganización societaria al grupo vendedor. Además, se requiere una estimación razonable del calendario para la operación, así como un aviso sobre las precauciones necesarias y las coberturas que deben implementarse para llevar a cabo dicha transacción.

Para abordar este análisis, resulta esencial realizar una revisión detallada de la estructura actual del Grupo Estrella de Mar. La actual estructura societaria se distribuye de la siguiente forma:

- Estrella de Mar. Esta empresa es titular de la concesión del puerto de Bilbao, así como de un contrato de arrendamiento con Barcos Antón S.L. También cuenta con un equipo de dirección que apoya la actividad de estiba y transporte de mercancías. Además, Estrella de Mar es propietaria del 100% de las sociedades Estrella Gestión Puertos y Estrella Mercancías.

- Estrella Gestión Puertos. Posee las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander, además de otros activos vinculados a la actividad portuaria en estos lugares.
- Estrella Marruecos. Esta entidad es titular de la concesión del puerto de Casablanca y gestiona los recursos materiales y humanos necesarios para la prestación de servicios en dicho puerto.
- Estrella Mercancías. Es la sociedad propietaria del 100% de Estrella Marruecos.

- **Propuesta de reorganización societaria: transferencia de concesiones y activos:**

El objetivo de esta propuesta de reorganización es asegurar que todas las concesiones y activos vinculados a la gestión portuaria sean transferidos a Estrella Gestión Puertos, dado que esta sociedad es la que está siendo objeto de la compraventa. Según la información disponible, la gestión portuaria continúa realizándose en los puertos de Ferrol, Santander, Bilbao y Casablanca. Por lo tanto, se debería incluir la transmisión de las concesiones de los dos últimos puertos mencionados. Además, se deberá evitar la realización de una compraventa intra-grupo.

Las distintas etapas del proceso de reorganización societaria, pasarían por distintas etapas, a saber:

En una primera fase podría llevarse a cabo una fusión entre sociedades, en la que Estrella Mercancías S.L.U. sea absorbida por Estrella Gestión Puertos S.L.U. Esta fusión debe regirse por lo dispuesto en el Real Decreto-ley 5/2023, específicamente en el artículo 56. Se considera una fusión entre sociedades "hermanas" cuando se fusionan dos sociedades completamente participadas, directa o indirectamente, por el mismo socio o por socios que tienen la misma participación en todas las sociedades involucradas. Conforme al artículo 53.1 del RDL 5/2023, este proceso se llevaría a cabo mediante el procedimiento abreviado, dado que se trata de una fusión por absorción de sociedades íntegramente participadas, lo que simplifica notablemente el proceso.

La sociedad absorbente no necesita ampliar su capital para integrar el patrimonio de la absorbida, dado que dicho patrimonio ya se encuentra integrado a través de las participaciones poseídas y la fusión no necesita la aprobación de las juntas de las sociedades absorbidas, sino que solo requiere el acuerdo de los órganos de administración de las mismas

- **Concesión del Puerto de Bilbao, posible cesión:**

La regulación de las concesiones se encuentra establecida en el art 214 de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público (LCSP), y establece las siguientes condiciones para dicha cesión:

Los pliegos deberán señalar que los derechos y obligaciones derivados del contrato podrán ser cedidos a un tercero, siempre que las características técnicas o personales del contratista no hayan sido determinantes en la adjudicación, y que la cesión no cause una restricción significativa de la competencia en el mercado. No obstante, y salvo lo dispuesto en el apartado 2, letra b) del art. 214 LCSP, no se autorizará la cesión cuando suponga una modificación sustancial de las características del contratista que sean fundamentales para el contrato.

Si los pliegos contemplan que los adjudicatarios constituyan una sociedad específicamente para la ejecución del contrato, deberán permitir la cesión de las participaciones de dicha sociedad.

Asimismo, si la cesión de participaciones implica un cambio de control sobre el contratista, esta será tratada como una cesión contractual que requerirá la autorización correspondiente, según lo establecido en el presente artículo. Los pliegos podrán incluir mecanismos para controlar la cesión de participaciones sin que se produzca un cambio de control, en casos suficientemente justificados.

Para que los contratistas puedan ceder sus derechos y obligaciones a terceros, los pliegos deberán incluir, como mínimo, los siguientes requisitos:

- La autorización previa y expresa por parte del órgano de contratación para la cesión. Esta autorización se concederá siempre que se cumplan los requisitos establecidos en los apartados siguientes. El plazo para notificar la resolución sobre la solicitud de autorización será de dos meses, transcurrido el cual se considerará otorgada por silencio administrativo.

- Que el cedente haya ejecutado al menos un 20% del valor del contrato o, en el caso de contratos de concesión de obras o de servicios, que haya explotado el contrato durante al menos una quinta parte de su duración. Este requisito no será aplicable si la cesión tiene lugar cuando el contratista se encuentra en concurso, incluso si ha comenzado la fase de liquidación, o ha informado al tribunal competente de que está negociando un acuerdo de refinanciación o buscando adhesiones a una propuesta anticipada de convenio, conforme a la legislación concursal.

Sin embargo, el acreedor pignoraticio o hipotecario podrá solicitar la cesión en los casos en que los pliegos de los contratos de concesión de obras o servicios prevean expresamente la subrogación de un tercero en todos los derechos y obligaciones del concesionario, en caso de que existan indicios claros de inviabilidad de la concesión, para evitar su resolución anticipada.

- El cesionario debe tener capacidad para contratar con la Administración y la solvencia requerida en función de la fase de ejecución del contrato, estar debidamente clasificado si dicho requisito fue exigido al cedente, y no encontrarse en una situación que le impida contratar.

- La cesión debe formalizarse mediante escritura pública entre el adjudicatario y el cesionario y el cesionario se subrogará en todos los derechos y obligaciones del cedente.

Además, se deberán cumplir con los requisitos establecidos en Texto Refundido de la Ley de puertos del Estado y de la Marina Mercante, aprobado por RDL 2/2011, de 5 de septiembre que establece respecto de las estas específicas concesiones, aplicable al puerto de Bilbao, que el cesionario debe estar al corriente en el cumplimiento de todas las obligaciones derivadas de la concesión y el nuevo titular debe reunir los requisitos exigidos para la actividad o servicio objeto de la concesión.

Asimismo, establece que debe haber transcurrido al menos dos años desde la fecha de otorgamiento de la concesión, si bien caben excepciones y autorizarse la transmisión antes de este plazo por la Autoridad Portuaria, si se han ejecutado al menos el 50% de las obras aprobadas.

Finalmente, la transmisión no deberá generar efectos adversos sobre la competencia en el puerto, en la prestación de servicios portuarios o en las actividades comerciales relacionadas con la actividad portuaria y cumplidos los requisitos legales, se podrá proceder a la cesión de la concesión del puerto de Bilbao de Estrella del Mar a Estrella Gestión Puertos.

- **Estimación de calendario para la reorganización y fusión. Cautelas y coberturas en el contrato de compraventa:**

#### **Calendario previsto:**

El proceso de adquisición de Estrella Gestión Puertos y Andalusia Harbors se desarrollará en varias etapas bien definidas, con plazos estimados para cada una de ellas y áreas críticas a abordar.

La primera fase, correspondiente al análisis preliminar y Due Diligence, tendrá una duración aproximada de 4 a 6 semanas. En este periodo, se llevará a cabo una auditoría exhaustiva tanto legal como financiera de las empresas involucradas. El objetivo es identificar posibles riesgos y proporcionar una visión clara de su situación actual. Para realizar esta tarea con eficacia y sin interferir

en la operación diaria, será fundamental contar con el consentimiento de Estrella Gestión Puertos. Al finalizar, se elaborará un informe detallado con los hallazgos en cada área crítica a investigar. Esta etapa resulta esencial para fundamentar el resto del proceso y reducir incertidumbres.

Una vez completada la auditoría, se procederá a la reorganización societaria. Este paso dependerá de la complejidad de las transferencias de activos entre filiales y de las negociaciones que se lleven a cabo con el vendedor. Se estima que esta fase puede extenderse entre 2 y 3 meses, debido a la necesidad de ajustar estructuras y garantizar una transición ordenada.

Terminada la reorganización, se avanzará hacia la formalización del contrato de compraventa, etapa que implicará la revisión y firma del contrato final. Este proceso, clave para la materialización de la operación, podría llevar entre 1 y 2 meses, dependiendo de los términos y condiciones pactados entre las partes.

Finalmente, si todo avanza según lo previsto y no surgen contratiempos importantes, el cierre definitivo de la operación se alcanzaría en un plazo total de entre 4 y 6 meses a partir del inicio de las negociaciones.

Es importante subrayar la necesidad de incluir cláusulas de representación y garantías en el contrato, que protejan al comprador y aseguren:

- La validez de las concesiones portuarias y la titularidad efectiva de los activos.
- La inexistencia de problemas fiscales o laborales que puedan representar un riesgo para la operación.

Estas garantías resultan cruciales para dar seguridad jurídica y financiera a la transacción, permitiendo al comprador operar con confianza una vez concluida la adquisición.

En resumen, el proceso requiere una planificación rigurosa, comunicación fluida entre las partes y un seguimiento detallado en cada etapa para garantizar su éxito en los plazos establecidos.

#### **Cautelas y coberturas en el contrato de compraventa:**

Se propone incluir una condición suspensiva que permita a Atlas Capital desistir de la compra si el procedimiento sancionador de la CNMC conlleva consecuencias que afecten la viabilidad del negocio o el valor de los activos adquiridos. De manera alternativa, se puede considerar una condición resolutoria, de forma que, si se produce una condena en dicho procedimiento que imposibilite la viabilidad económica del negocio, el contrato quedaría sin efecto y, en consecuencia, resuelto.

En ambos casos, es imprescindible definir de manera clara e inequívoca las consecuencias de aplicar estas condiciones. El objetivo es asegurar que no se vulneren, bajo ningún concepto, los derechos de nuestro cliente, Atlas Capital.

- Tiempo estimado y consideraciones sobre el proceso

Dado que se trata de una fusión por absorción entre sociedades que ya están completamente participadas, el proceso se simplifica significativamente, lo que reducirá de manera considerable el tiempo necesario para completar la operación.

Sin embargo, existen algunas precauciones importantes a tener en cuenta:

- La cesión de la concesión del puerto de Bilbao requiere una autorización previa y expresa del órgano de contratación. Para proteger los intereses del cliente, se debería incluir una condición

suspensiva, asegurando que, aunque la transacción se haya perfeccionado, su ejecución final depende de la obtención de dicha autorización.

- Adicionalmente, se podría establecer otra condición suspensiva relacionada con la reestructuración del objeto de la compraventa. En este caso, la operación estaría sujeta a la previa ejecución de una reorganización societaria o contractual, asegurando que todas las partes involucradas cumplan con los requisitos necesarios antes del cierre definitivo.
- **Procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros.**

#### **Alcance del procedimiento judicial y consecuencias:**

El litigio relacionado con la reclamación de Generali Seguros de 36.000€ por los daños sufridos en una plataforma elevadora durante los trabajos de estiba en el puerto de Bilbao, aunque el importe reclamado es relativamente bajo.

Inicialmente, debería ser objeto de análisis las pólizas de seguros suscritas por Estrella del Mar, para poder determinar si ofrecen cobertura para la reclamación que efectúa Generali Seguros.

De no ser así, y aunque la cuantía de la reclamación no es muy elevada, el litigio podría derivar en costes adicionales si Estrella del Mar es considerada responsable de los daños causados por la grúa pórtico durante los trabajos de estiba y desestiba y, en consecuencia, concluir con una sentencia condenatoria que obligue a la empresa a indemnizar a Generali Seguros S.A. Además, la posibilidad de que el procedimiento judicial se prolongue podría generar incertidumbre y costes adicionales relativos a la necesidad de extender los servicios de abogados, peritos y, así mismo, el incremento negativo que supone los costes judiciales en los que puede incurrirse, todo ello, en alguna medida, afectaría a la viabilidad y el atractivo de la operación.

También, en este caso, deberíamos acudir al establecimiento de condiciones contractuales que minimicen el impacto de la posible sanción y costes aparejados, bien renegociando el precio o solicitando garantías adicionales, como la retención de parte del precio de compra en una cuenta escrow, hasta que el litigio sea resuelto o se alcance un acuerdo con Generali Seguros.

#### **Riesgos asociados al impacto en la compra:**

Los riesgos identificados en relación con esta operación pueden agruparse en las siguientes categorías:

- Riesgo económico:

Aunque la cuantía de la reclamación no es especialmente elevada (36.000 €), existe la posibilidad de que el procedimiento derive en costes adicionales en caso de confirmarse la responsabilidad de Estrella del Mar. Este escenario podría generar un impacto económico más significativo del previsto inicialmente.

Además, la incertidumbre respecto al resultado del procedimiento podría afectar el valor de la empresa, lo que a su vez influiría en las condiciones de la compra. Si el valor de la compañía se reduce como consecuencia de este proceso, sería necesario reevaluar el acuerdo de adquisición.

- Posibles indemnizaciones y costes asociados:

En el caso de que Estrella del Mar sea declarada responsable, el impacto económico no se limitaría únicamente a los 36.000 € iniciales, sino que incluiría otros gastos derivados del procedimiento legal. Estos pueden desglosarse en:

- Gastos judiciales vinculados al proceso.
- Intereses que se acumulen hasta la resolución del caso.
- Costes de defensa legal, incluyendo honorarios de abogados y otros profesionales implicados en el procedimiento, como es el caso de los peritos.

Podemos concretar estos gastos en los siguientes conceptos:

- Gastos de defensa jurídica; son los costes asociados a la contratación de abogados, procuradores, peritos y otros profesionales para defender tus derechos e intereses en un procedimiento judicial o administrativo.
- Condena en costas; abarca, conforme al primer apartado del artículo 241 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, los siguientes conceptos:
- Honorarios de la defensa y de la representación técnica cuando sean preceptivas.
- Inserción de anuncios o edictos que de forma obligada deban publicarse en el curso del proceso.
- Depósitos necesarios para la presentación de recursos.
- Derechos de peritos y demás abonos que tengan que realizarse a personas que hayan intervenido en el proceso.
- Copias, certificaciones, notas, testimonios y documentos análogos que hayan de solicitarse conforme a la Ley, salvo los que se reclamen por el tribunal a registros y protocolos públicos, que serán gratuitos.
- Derechos arancelarios que deban abonarse como consecuencia de actuaciones necesarias para el desarrollo del proceso.
- La tasa por el ejercicio de la potestad jurisdiccional, cuando sea preceptiva.

- **Consecuencias de este procedimiento en la Operación de compra/fusión:**

El litigio pendiente con Generali Seguros S.A. podría tener un impacto directo en el precio final de la operación. Ante los riesgos asociados a este procedimiento, es posible que el comprador solicite una rebaja en el valor de compra para compensar la incertidumbre existente. Además, las condiciones de pago podrían modificarse, implementando medidas que brinden seguridad al comprador frente a eventuales responsabilidades futuras.

Entre las opciones que se podrían contemplar está la retención de una parte del precio de compra hasta que el litigio se resuelva de manera definitiva o la creación de un fondo de garantía, también conocido como escrow, destinado a cubrir posibles costes adicionales que puedan surgir si la resolución del procedimiento resulta desfavorable. Estas alternativas no solo protegerían los intereses del comprador, sino que también aportarían estabilidad y viabilidad a la operación durante todo el proceso de compraventa y fusión.

Para mitigar los efectos económicos y jurídicos del litigio, es necesario establecer en el contrato de compraventa cláusulas específicas que permitan gestionar estos riesgos de manera eficiente.

En primer lugar, se debería incluir una cláusula de representación y garantía (Representations and warranties) en la que Estrella del Mar declare que no existen otros litigios pendientes más allá del procedimiento con Generali Seguros S.A. Asimismo, esta cláusula establecería que, si el resultado del litigio es desfavorable, la responsabilidad recaerá sobre Estrella del Mar, quien deberá asumir las consecuencias correspondientes.



Por otro lado, resulta igualmente importante incorporar una cláusula de indemnización (Specific Indemnity). En el supuesto de que Estrella del Mar sea declarada responsable, esta cláusula obligaría a la empresa a indemnizar a Atlas Capital por los costes asociados al litigio. Dicha indemnización incluiría los gastos judiciales, los daños y perjuicios que se deriven del procedimiento y cualquier otro coste económico adicional relacionado con el mismo. De esta forma, a nuestro cliente le proporcionaríamos una cobertura total del potencial daño que pudiera producirse si se perdiera el procedimiento judicial contra Generali Seguros S.A.

La implementación de estas medidas contractuales es fundamental para proteger los intereses del comprador y garantizar que el proceso de adquisición pueda ejecutarse con la mayor seguridad posible, minimizando los riesgos financieros y legales que podrían afectar a la operación.

- **Profesionales que deberían intervenir y valoración de honorarios:**

De conformidad con lo dispuesto en la LEC, será preceptiva la intervención de abogado (art 31.LEC) Asimismo, se señala que el procurador también deberá intervenir, salvo que se encuentre en los supuestos que establece el propio artículo. 23 LEC

De igual forma, debido a la naturaleza del objeto del litigio, deberá contarse con el asesoramiento de uno o varios peritos expertos en la materia. (Art. 335 LEC)

Los profesionales involucrados en el análisis y resolución del litigio, así como en la estructuración del contrato de compraventa, estarán perfectamente coordinados para minimizar los riesgos y asegurar que la operación se formalice con éxito.

La elaboración de una due diligence permitirá a nuestro cliente tener una imagen independiente y objetiva de la empresa target, Estrella del Mar, que permita comprobar si las hipótesis sobre las que se fundamentó la decisión de la integración de Estrella del Mar, son realmente ciertas y en caso de no serlo, tener la estructura contractual y procedimental adecuada para minimizar, prever y anular cualquier posible impacto negativo<sup>2</sup>.

Atendiendo a la elevada complejidad de todo el proceso y los riesgos legales derivados del litigio, se recomienda la intervención de los siguientes profesionales en el proceso de due diligence y en la estructuración de la transacción:

Para garantizar que el contrato de compraventa incluya todas las cláusulas necesarias que protejan los intereses de Atlas Capital en relación con el litigio y la posible responsabilidad de Estrella del Mar, será fundamental contar con abogados especializados en fusiones y adquisiciones (M&A).

Los honorarios de estos profesionales serán libremente convenidos entre el cliente y el abogado, guardando las normas deontológicas y de defensa de la competencia y competencia desleal<sup>3</sup>.

Estos honorarios tienden a ser elevados debido a la complejidad que implica este tipo de transacciones. Se estima que las tarifas pueden variar entre 300 y 500 euros por hora. La redacción y revisión de las cláusulas contractuales requeriría aproximadamente entre 10 y 20 horas de trabajo, lo que situaría el coste total de 10.000 euros aproximadamente, dependiendo de la extensión y detalle del supuesto.

---

<sup>2</sup> HAUSMAN, J. y BELSHER, S., (1992) "Due Diligence, Disclosures and Warranties in the Corporate Acquisitions Practice" (pág. 15). Editorial WOLTERS KLUWER LAW & BUSINESS

<sup>3</sup>Real Decreto 135/2021, de 2 de marzo, por el que se aprueba el Estatuto General de la Abogacía Española, Artículo 26 (2021).

En cuanto a los gastos asociados a la intervención del procurador, resulta irrelevante su determinación, debido al escaso valor económico en comparación con el resto de costes asociados al litigio, pero se estima entre 500 y 1000 €.

En algunos casos, podría ser recomendable recurrir a peritos técnicos especializados, particularmente si se necesita valorar daños en equipos industriales o maquinaria, como la plataforma elevadora afectada. La labor de estos peritos permitiría determinar el alcance real del daño y cuantificar los costes asociados, lo que podría ser de gran utilidad para la defensa en el litigio.

Los honorarios de los peritos técnicos dependen del tipo de evaluación que realicen. Por lo general, el coste de un informe técnico oscila entre 500 y 1.500 euros. Si además es necesaria su intervención durante la fase de litigio, los costes adicionales podrían situarse entre 2.000 y 5.000 euros, en función del tiempo y la complejidad del proceso.

Por otro lado, si el litigio tiene un impacto económico considerable, podría ser necesario contar con auditores o consultores financieros. Estos profesionales evaluarían cómo podría afectar el litigio a la situación financiera de Estrella del Mar y su repercusión en el precio de compra.

Los honorarios de los auditores o consultores financieros suelen estar entre 200 y 400 euros por hora, dependiendo de la complejidad del análisis requerido. En términos generales, el coste total de su intervención oscilaría entre 3.000 y 7.000 euros, según la profundidad del estudio realizado.

- Compromiso de no competencia de 5 años de duración.

En relación con el establecimiento de un compromiso de no competencia de 5 años de duración aplicable a toda la región del Mediterráneo que nuestro cliente plantea, debemos tenerse en cuenta una serie de consideraciones legales y estratégicas al redactar esa cláusula en el contrato de compraventa y la posible notificación a la CNMC.

En el compromiso de no competencia deberá ser lo más específico posible para no dar lugar a divergencias en la interpretación de la cláusula y generar constantes problemas o posibles incumplimientos. En este sentido deberá establecerse claramente las zonas o países en los que no podrá operar el grupo vendedor, debido a la indeterminación de ámbito geográfico “zona del Mediterráneo” y también debe especificar claramente qué actividades están prohibidas para el vendedor, con el fin de evitar que este pueda eludir el acuerdo. Esto incluye detallar las actividades sobre la gestión portuaria, transporte de mercancías, y cualquier otra actividad que sea competidora directa de la actividad que se está vendiendo y respecto de las cuales se establece el compromiso de no competencia.

Asimismo, deberá contemplarse en el contrato las sanciones que deberá abonar el vendedor en los supuestos de incumplimiento de la cláusula de no competencia, que podrán consistir en el pago de los daños y perjuicios o un porcentaje sobre las ganancias obtenidas por el vendedor cuando haya estado compitiendo contra el compromiso asumido.

Podría valorarse la inclusión de excepciones razonables como las consistentes en actividades secundarias o indirectamente relacionadas con el negocio, siempre que no impliquen competencia directa.

- **Autorización de la cláusula de no competencia por la CNMC:**

La necesidad y requisitos de la notificación a la CNMC de las cláusulas de no competencia se encuentra regulada en la LDC y en el Reglamento (UE) 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas de competencia de la UE, que es aplicable a la legislación española en materia de competencia. Este reglamento permite la evaluación de acuerdos y prácticas restrictivas de

la competencia, incluidas las cláusulas de no competencia, y establece las condiciones bajo las cuales podrían ser autorizadas.

Las operaciones de concentración deberán ser notificadas a la CNMC para obtener autorización previa, siempre que cumplan con ciertos umbrales de facturación y tamaño de las empresas involucradas.

Los umbrales están establecidos en los artículos 10 a 15 de la LDC y son:

- Umbrales de facturación
  - Una de las partes debe superar los 10 millones de euros de facturación en el mercado relevante.
  - La facturación conjunta de las partes implicadas (si son varias) debe superar los 40 millones de euros en el mercado relevante.
- Tamaño de las empresas:
  - La notificación a la CNMC es obligatoria cuando las empresas involucradas tienen una facturación global conjunta superior a los 100 millones de euros a nivel mundial.
  - En algunos casos, también puede ser necesaria la notificación en función de la participación de mercado o el impacto sobre la competencia que el acuerdo de no competencia pueda generar.

Respecto al procedimiento de notificación, se divide en varias fases:

- Fase previa, que se refiere a un borrador de notificación que tiene la finalidad de aclarar aspectos formales o sustantivos de la concentración
- Una primera fase, relativa a la notificación y examen de la concentración por parte de la CNMC, recogida en el artículo 57 LDC. Se emitirá una propuesta de resolución la Sala de competencia del Consejo de la CNMC, dictará la resolución autorizando la concentración sin condiciones, con determinados compromisos, o bien iniciando una segunda fase o acordando el archivo de actuaciones.
- Una segunda fase que procede en caso de que la Sala de Competencia del Consejo de la CNMC opte por iniciarla si la operación de concentración presenta una gran complejidad que pueda distorsionar la competencia. La Sala de Competencia del Consejo de la CNMC adoptará una resolución motivada, en la que autorizará la concentración, la subordina al cumplimiento de determinados compromisos, la prohibirá o, acordará su archivo.

Las recomendaciones a nuestro cliente sobre el establecimiento de la Cláusula de No Competencia para mitigar cualquier posible objeción por parte de la CNMC, se circunscriben a las siguientes consideraciones:

En cuanto al alcance, deberá especificarse tanto el alcance temporal como territorial y de actividad, señalando el tiempo concreto (como es el caso al establecerse 5 años) como el territorio (aunque en este supuesto debería concretarse los países y zonas concretas que se definen en la “región del Mediterráneo”) y actividades a las que se extiende.

También deberán determinarse los intereses legítimos que se están protegiendo con la cláusula, y demostrar la necesidad de la cláusula para evitar la competencia directa en el mismo sector de actividad.

Por lo expuesto, consideramos conveniente consultar a la CNMC la posibilidad de establecer la cláusula antes de la notificación y de formalizar la operación, para tener certeza sobre la posibilidad de su establecimiento.

#### **4. Conclusiones:**

El presente dictamen tiene como finalidad analizar las cuestiones planteadas por el cliente, Fondo de Inversión Atlas Capital, en relación con una posible operación de fusión entre Andalusia Harbors S.L. y la división de gestión portuaria de la sociedad Estrella de Mar S.A. A partir del análisis realizado, se han identificado las siguientes conclusiones:

1. El procedimiento sancionador iniciado por la CNMC podría acarrear consecuencias serias para el cliente si llega a materializarse. Se trata de un caso de competencia desleal de carácter grave, lo que implica posibles sanciones que podrían alcanzar hasta un 10% del volumen total de negocio mundial de la empresa. Como medida para minimizar este escenario, se aconseja al cliente negociar una indemnización específica (*specific indemnity*) o pactar un pago aplazado de parte del precio de compra, lo que permitiría mitigar el impacto económico en caso de que la sanción se confirme. Así mismo se recomienda establecer cláusulas de Representations & Warranties para reducir los riesgos derivados de los vicios ocultos. También podrá completarse la protección contractual mediante el establecimiento una cláusula prosandbagging para que el derecho de indemnización del comprador no se ve limitado por el conocimiento que pueda tener o por aquel que pueda haber obtenido en la due diligence. Así mismo sería conveniente el establecimiento de un contrato escrow que permita retener fondos a través de un agente durante el tiempo que se estime pertinente para asegurar los riesgos.
2. Respecto a la reorganización del grupo vendedor y la transferencia de las concesiones y activos portuarios a Estrella Gestión Puertos, la mejor solución consistiría en implementar los siguientes pasos: (i) ejecutar una fusión entre Estrella Mercancías y Estrella Gestión Puertos, siendo esta última la sociedad absorbente y (ii) proceder a la cesión de la concesión del puerto de Bilbao desde Estrella de Mar a Estrella 24 Gestión Puertos. En cuanto a los plazos, al tratarse de una fusión por absorción entre sociedades completamente participadas, el proceso se simplificaría considerablemente, reduciendo así los tiempos necesarios para su finalización. Como medida cautelar, se recomienda al cliente establecer una condición suspensiva que determine la eficacia de la operación de compraventa.
3. Respecto al procedimiento judicial con Generali Seguros S.A., se sugiere al cliente pactar también una specific indemnity y considerar la contratación de un seguro de responsabilidad civil que incluya una cláusula claim made con carácter retrospectivo. En cuanto a los profesionales que deberán intervenir en esta fase, será necesaria la participación de abogados y procuradores. Los abogados deberán contar con experiencia en derecho mercantil y civil, y sus honorarios podrían situarse entre 10.000 y 15.000 euros. En lo referente a los procuradores, sus honorarios se rigen por un arancel de carácter máximo y, en función de la cuantía del litigio, se estiman en aproximadamente 714 euros.
4. En lo relativo a la cláusula de no competencia, no sería viable aplicar una restricción de cinco años en toda la región del Mediterráneo. Esto se debe a que: (i) la duración máxima permitida es de dos años (o tres años únicamente si se transmiten conocimientos técnicos), (ii) la zona geográfica debe limitarse a aquellas áreas donde se prestaban los servicios antes de la compraventa, en este caso Bilbao, Casablanca, Ferrol y Santander, lo que excluye otras regiones no justificadas, (iii) la restricción debe limitarse a los productos y servicios que forman parte de la actividad económica de la sociedad transferida, y (iv) no se podrá incluir una prohibición para captar a empleados clave de la empresa adquirida.

### **III. Dictamen jurídico II, relativo a la potencial operación de toma de una participación minoritaria en la sociedad cotizada OceanShip, S.A**

#### **1. Antecedentes:**

Estrella del Mar S.A. es la compañía principal de un grupo empresarial español que se especializa en el transporte internacional de mercancías. Su actividad se centra en rutas estratégicas que conectan los puertos de Bilbao y A Coruña con los destinos más importantes del norte de Europa y el noroeste de África.

Actualmente, la empresa está considerando llevar a cabo una adquisición minoritaria de aproximadamente el 29,7% en OceanShip S.A., una compañía con sede en Barcelona que se destaca como líder en el transporte de mercancías dentro de los puertos del mar Mediterráneo.

Esta operación cuenta con el respaldo de uno de los principales accionistas de Estrella del Mar S.A., la familia Machado, que posee el 88% del capital de la empresa. Además, la familia mantiene una participación indirecta en OceanShip S.A. a través de una sociedad patrimonial, con una participación relevante del 3,5% en el capital de dicha compañía.

#### **2. Cuestiones objeto del dictamen:**

El equipo directivo de Estrella del Mar nos ha planteado las siguientes cuestiones, las cuales serán abordadas en el dictamen que se desarrolla a continuación:

- Se analizará la viabilidad de estructurar la operación de forma que la familia Machado no se vea obligada a realizar una Oferta Pública de Adquisición (OPA). En caso de que sea posible, se identificarán los requisitos necesarios para evitar dicha obligación y cumplir con la normativa vigente.
- Se diseñará un calendario detallado y se definirán los pasos fundamentales para llevar a cabo la integración de las empresas. Este plan tomará en cuenta tanto los aspectos legales derivados del derecho societario como los requisitos establecidos por el mercado de valores, garantizando así el cumplimiento normativo en cada etapa del proceso.
- Se procederá a un análisis del alcance y las posibilidades de éxito de las acciones legales iniciadas por la familia Azcona, evaluando además el impacto que dichas acciones podrían tener sobre la legalidad de la fusión y sobre la viabilidad general de la operación.

#### **3. Análisis:**

##### **a. Viabilidad de estructurar la operación de forma que la familia Machado no se vea obligada a realizar una Oferta Pública de Adquisición (OPA)**

Partimos de la consideración de que el Consejo de Oceanship tiene previsto ejecutar un programa de recompra de acciones en los próximos meses, que podría afectar hasta un 1% del capital en circulación. Además, la familia Machado, uno de los principales accionistas de Estrella de Mar, posee un 3,5% del capital de Oceanship.

A partir de esta premisa, se plantea la cuestión de si la compra de una participación minoritaria del 29,7% en Oceanship por parte de Estrella del Mar daría lugar a la obligación de realizar una OPA obligatoria.

Como cuestión preliminar estableceremos el concepto de OPA, sus funciones y clases, según la regulación establecida en la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI) y Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Una OPA es una operación en el mercado de valores en la que una persona o entidad presenta una oferta para comprar total o parcialmente las acciones de una empresa que cotiza en bolsa a un precio determinado. Estas operaciones suelen estar motivadas por una demanda excepcional de acciones, lo que permite adquirir un gran número de ellas de manera rápida y organizada. Realizar esta compra mediante operaciones ordinarias en bolsa podría ser costoso, ya que la demanda continua elevaría el precio de las acciones.

Toda la información relevante sobre la oferta, como los valores a los que se dirige, la contraprestación ofrecida (en dinero o en especie), los costos, los plazos, las condiciones y objetivos de la operación, así como los procedimientos para aceptar y liquidar la oferta, debe detallarse en el 'folleto informativo de la OPA', que debe ser aprobado por la CNMV y estar disponible para consulta pública.

Podemos destacar dos funciones clave de la OPA: en primer lugar, facilita al comprador adquirir una cantidad significativa de acciones en una sola transacción y a un precio determinado, y en segundo lugar, asegura que todos los accionistas tengan la oportunidad de vender en las mismas condiciones. Para fomentar la participación de los accionistas, el precio propuesto en una OPA suele ser superior al valor de mercado de las acciones en ese momento, generalmente entre un 10% y un 20% más alto.

Cuando se presenta una OPA, los accionistas de la empresa objetivo pueden decidir si aceptan la oferta o no. Tras el plazo de la oferta, se verifica si las aceptaciones superan el mínimo requerido. Si es así, las acciones se venden a la empresa que realizó la OPA. Si las aceptaciones superan el máximo solicitado, se prorratearán, y si no se alcanza el mínimo, la OPA podrá ser cancelada.

En cuanto a las clases de OPA, podemos distinguir según la LMVSI y el RDROPA dos tipos principales de OPA: obligatoria y voluntaria.

- La OPA Obligatoria, regulada en el art. 30 de la LMVSI, estableciendo que cuando una persona adquiere más del 30% de los derechos de voto de una sociedad cotizada, está obligada a formular una OPA por la totalidad de las acciones de la compañía. El RDROPA en su artículo 3 regula las condiciones y procedimientos que deben seguirse para la realización de una OPA obligatoria. La OPA obligatoria tiene como objetivo salvaguardar a los pequeños accionistas, ofreciéndoles la oportunidad de vender sus participaciones si no están de acuerdo con el cambio de control de la empresa. Además, puede influir en el precio de las acciones, ya que, cuando se anuncia una OPA, es común que el precio de las acciones aumente. Esto se debe a que los inversores esperan que el oferente pague un precio adecuado o incluso superior al valor de mercado para lograr que los accionistas acepten vender sus acciones<sup>4</sup>.
- La OPA Voluntaria viene regulada en la disposición adicional tercera de la LMVSI y en el art. 6 del RDROPA, y es aquella en la que una persona o entidad decide realizar una oferta para adquirir acciones de una sociedad cotizada sin que exista una obligación legal.

---

<sup>4</sup> De Cárdenas Smith, C. (1993) "Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición" (pág. 72). Editorial Cívitas.

Es una oferta que no depende de alcanzar ningún umbral específico de participación, y la decisión de lanzarla depende del interés del oferente.

En el seno del concepto de OPA obligatoria, la LMVSI y el RDROPA contemplan varios tipos, basados en las circunstancias en las que se produce la adquisición del control de una empresa cotizada.

- OPA obligatoria por superación del umbral del 30% de derechos de voto: Esta situación se produce cuando una persona o entidad adquiere más del 30% de los derechos de voto en una empresa cotizada. Al alcanzar este porcentaje, el adquirente está legalmente obligado a lanzar una oferta pública de adquisición (OPA) dirigida al 100% de las acciones en circulación de la compañía afectada.
- OPA obligatoria en caso de adquisiciones escalonadas: En este escenario, si una persona o entidad que ya posee una participación en una empresa cotizada incrementa su participación de forma gradual y termina superando el umbral del 30%, se genera igualmente la obligación de lanzar una OPA. Esto ocurre incluso si el incremento de participación se realiza en varias etapas.
- OPA obligatoria por exclusión de cotización: Se origina cuando una empresa toma la decisión de dejar de cotizar en bolsa. En este caso, es necesario realizar una OPA dirigida al 100% de las acciones, con el fin de permitir a todos los accionistas vender sus títulos y proteger sus derechos, especialmente si la salida del mercado bursátil es forzada.
- OPA obligatoria por reducción significativa de capital: Cuando se produce una reducción considerable del capital social, los accionistas deben tener la opción de vender sus acciones, lo que puede dar lugar a la obligación de lanzar una OPA para garantizar que puedan deshacerse de sus participaciones de manera justa.

Como se ha señalado, la obligación de lanzar una OPA surge cuando una persona física o jurídica alcanza, de forma directa o indirecta, una participación significativa en el capital social de una empresa cotizada que se produce cuando se supera el umbral del 30% del capital social a sociedad, para proteger a los accionistas minoritarios. Por ello, la familia Machado se enfrentaría a la obligación de lanzar una OPA si supera el 30% de la participación en OceanShip S.A., lo que podría ocurrir con la adquisición del 29,7% propuesto.

Para evitar la OPA se debe estructurar la operación de forma que, tras la adquisición del 29,7% de OceanShip S.A., la familia Machado no supere el umbral del 30% del capital de OceanShip tanto directa como indirectamente, porque en ese caso se debería lanzar una OPA.

Si efectuamos el análisis global de las diferentes empresas y participaciones, debemos considerar:

- La familia Machado, posee el 88% del capital de Estrella del Mar S.A., que es la empresa matriz del grupo.
  - Estrella del Mar S.A., se plantea adquirir una participación adicional del 29,7% en OceanShip S.A.
  - La familia Machado ya posee un 3,5% de OceanShip S.A., de forma indirecta, mediante una sociedad patrimonial, lo que significa que, si Estrella del Mar adquiere un 29,7% más, el porcentaje total que podría alcanzar sería del 33,2% ( $3,5\% + 29,7\% = 33,2\%$ ), superando el Umbral del 30% del capital de OceanShip, y, por tanto, la familia Machado tendría la obligación de lanzar una OPA sobre el 100% de las acciones de la compañía.
- **Posibles soluciones para evitar la OPA:**
  - El programa de recompra de acciones que planea lanzar el Consejo de OceanShip S.A. también podría tener un efecto sobre el cálculo de la participación de la familia Machado. Si la

recompra afecta hasta el 1% del capital, esto podría reducir la cantidad total de acciones en circulación, lo que podría ayudar a la familia Machado a evitar superar el 30% del capital, aunque esto dependería de cómo se estructurase la operación.

- Sin embargo, el programa de recompra de acciones que podría afectar hasta el 1% del capital en circulación, podría afectar la participación de Estrella del Mar, por lo que, en tal caso, debería considerarse la venta de algunas acciones para mantenerse por debajo del umbral del 30%.

Por un lado, el programa, que busca retirar hasta un 1% del capital en circulación, podría ser favorable para la familia Machado. La reducción del número total de acciones aumentaría de forma proporcional su participación sin que tuvieran que adquirir más títulos. Si tras la recompra su participación sigue siendo inferior al 30% de los derechos de voto, podrían evitar la obligación de lanzar una Oferta Pública de Adquisición (OPA), siempre que se estructure correctamente la operación.

Sin embargo, este mismo programa podría tener un efecto negativo para Estrella del Mar, ya que la reducción del capital en circulación podría hacer que su participación aumente proporcionalmente y supere el límite del 30%. Si esto ocurriera, Estrella del Mar se vería obligada a lanzar una OPA, algo que podría generar costes y complicaciones no deseadas. En ese caso, sería recomendable que la empresa considere vender algunas de sus acciones para mantenerse por debajo del umbral y evitar la obligación de lanzar la oferta.

Por todo lo anterior, el programa de recompra tiene el potencial de beneficiar o complicar la situación dependiendo de su impacto en cada participación. Para la familia Machado, podría ser una herramienta útil para aumentar su control sin necesidad de lanzar una OPA. Para Estrella del Mar, sin embargo, el riesgo de superar el 30% requiere un seguimiento cuidadoso del efecto del programa y la posibilidad de tomar medidas correctivas, como vender acciones, si fuese necesario. Monitorear estos efectos será clave para evitar problemas y aprovechar las ventajas de la operación.

Las excepciones a la obligación de lanzar una Oferta OPA cuando se supera el umbral del 30% de control efectivo están reguladas en el RDROP, en concreto en su art. 8. Estas excepciones contemplan supuestos de control conjunto, ampliaciones de participación sin cambio de control efectivo, adquisiciones en el seno de reestructuraciones corporativas o de sectores estratégicos.

No obstante, para que operen las excepciones, se requiere la autorización de la CNMV, que procederá al análisis y evaluación de la operación para verificar si cumple o no con los requisitos legales<sup>5</sup>.

En nuestro caso, si la familia Machado desea evitar la obligación de lanzar una OPA, de las excepciones recogidas en el RDROPA resultará de aplicación la siguiente:

- Excepción por adquisición en el marco de una reestructuración (art. 8.g RDROPA):

En el contexto de una fusión, escisión o adquisición de control por parte de un grupo empresarial, la CNMV puede eximir la obligación de lanzar una OPA si el accionista que supera el 30% está adquiriendo la participación dentro de una reestructuración corporativa que no implique un cambio de control efectivo. Es decir, si la entidad adquiere una participación mayoritaria o control sobre una empresa dentro del contexto de una reestructuración empresarial como una fusión, absorción o escisión, no se consideraría un cambio de control en el sentido habitual de la OPA, por entender que

---

<sup>5</sup> Javier García de Enterría (1996). LA OPA OBLIGATORIA. Civitas Ediciones



no hay necesidad de lanzar una OPA si ya existía un control previo o si la operación es parte de una reorganización estratégica.

En virtud de esta excepción, que sería aplicable a nuestro caso, la familia Machado, que supera el umbral del 30% de participación, no está obligada a lanzar una OPA, siempre que pueda demostrar que la operación no implica un cambio efectivo en el control de la empresa y que las condiciones de la operación son coherentes con el proceso de reestructuración y la normativa de competencia. Esta excepción no se aplica de manera automática, el accionista deberá justificar la operación ante la CNMV, que será la encargada de aprobar o denegar la solicitud de excepción.

Por tanto, no sería necesario realizar una OPA obligatoria en este supuesto, por aplicación del art.8.g del RDROPA y cumplimiento de los requisitos en él establecidos, es decir, que no se altera el control efectivo de la empresa. En concreto el citado art. 8.g establece que estarán exentos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición los accionistas de las sociedades o entidades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4 (cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%) y siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial.

Sin embargo, la excepción no opera de forma automática y corresponderá a la CNMV acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por el accionista, que no resulta exigible una oferta pública, una vez comprobado que se dan las circunstancias señaladas en el párrafo anterior.

#### **b. Calendario detallado y definición de los pasos fundamentales para llevar a cabo la integración de las empresas**

Para llevar a cabo la integración entre Estrella del Mar y OceanShip, donde esta última actuaría como empresa absorbente, es necesario seguir una serie de etapas y pasos estructurados que garanticen el cumplimiento de los aspectos legales y los requisitos del mercado de valores.

En primer lugar, debe desarrollarse una fase inicial de aproximación entre ambas compañías. Durante esta etapa, los representantes de Estrella del Mar y OceanShip establecerán contactos preliminares con el objetivo de evaluar la viabilidad técnica, económica y financiera de la operación. Estas conversaciones y estudios suelen manejarse bajo estricta confidencialidad, por lo que es recomendable que ambas partes firmen un acuerdo de confidencialidad. No obstante, dado que OceanShip es una empresa cotizada, tiene la obligación de informar a la CNMV sobre cualquier hecho relevante, tal como exige el artículo 226 de la Ley del Mercado de Valores (LMV).

En caso de que las negociaciones iniciales resulten exitosas, se podría proceder a la firma de un protocolo de fusión. Aunque este documento no tiene carácter vinculante, sirve como un marco de referencia para dejar constancia de los acuerdos alcanzados y guiar el desarrollo del proyecto de fusión. Es importante considerar que cualquier ruptura injustificada de las negociaciones, una vez se haya generado confianza legítima entre las partes, podría implicar responsabilidad precontractual, obligando a la parte incumplidora a indemnizar a la otra por los daños causados. Durante esta fase también suelen firmarse cartas de intenciones, que documentan los principios básicos que guiarán la operación, y se lleva a cabo un proceso de due diligence, un análisis exhaustivo para verificar la situación económica, legal y operativa de las empresas implicadas.

- Balance de fusion:

El balance de fusión, regulado por los artículos 43 a 45 del RDL 5/2023, es un informe que describe la situación patrimonial de las compañías que participan en la operación. Su elaboración corresponde a los administradores de cada empresa y tiene como objetivo valorar los activos y pasivos, lo cual resulta fundamental para definir el tipo de intercambio de acciones o participaciones y ajustar los patrimonios aportados en el aumento de capital de la sociedad absorbente.

Existen dos tipos de balances de fusión:

1. El balance anual más reciente, siempre que haya sido cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto común de fusión y aprobado por la junta de socios.
2. Si no se cumplen esos requisitos, se deberá elaborar un balance específico, cerrado después del primer día del tercer mes anterior a la fecha del proyecto común de fusión.

El balance debe cumplir con ciertos requisitos: debe reflejar valores razonables y consistentes de los distintos elementos contables, ser auditado cuando las empresas estén obligadas a ello y contar con la aprobación de la junta de socios encargada de decidir sobre la fusión, salvo que dicha aprobación no sea necesaria por el tipo de operación. Además, el artículo 43.2 del RDL 5/2023 permite ajustar las valoraciones si se producen cambios significativos en los valores patrimoniales que no se encuentren reflejados en los registros contables.

- Proyecto de fusion:

El proyecto de fusión, también denominado acuerdo de fusión, representa el punto de partida formal del proceso. Este documento establece los detalles esenciales de la operación que serán sometidos a la aprobación de las juntas de socios de ambas empresas. La responsabilidad de elaborarlo recae exclusivamente en los administradores, quienes deberán firmarlo conjuntamente. Si alguno de ellos no lo hace, deberá justificar su decisión al final del documento.

Una vez firmado, el proyecto debe ponerse a disposición de los socios y los representantes de los trabajadores y publicarse con un mínimo de un mes de antelación a la junta que lo aprobará. Su validez es de seis meses a partir de su firma, por lo que, si no es aprobado dentro de ese plazo, el documento perderá efecto y será necesario elaborar uno nuevo.

Es importante tener en cuenta que, aunque el proyecto de fusión es vinculante para los administradores, no lo es para los socios, quienes tienen total libertad para aprobarlo o rechazarlo. Además, durante este período los administradores deben evitar cualquier acción que pueda comprometer la aprobación del proyecto o alterar de manera significativa el esquema de la fusión propuesto.

Después de la elaboración del proyecto común de fusión, de acuerdo con el artículo 5 del RDL 5/2023, los administradores de las empresas involucradas deberán presentar un informe justificativo en el que se expliquen y respalden los términos de la operación. Este informe tendrá dos secciones: una dirigida a los socios y otra a los empleados. Los administradores pueden optar por elaborar un único informe que incluya ambas partes o, si lo prefieren, preparar dos informes separados.

- El informe, que tiene un carácter informativo, debe ser firmado por todos los miembros del órgano de administración de las sociedades participantes, salvo que exista una causa legítima que lo impida. Para que la junta general encargada de aprobar la fusión pueda convocarse, este informe debe estar disponible con antelación, es decir, al menos un mes antes de la convocatoria. Además,

deberá acompañar a la escritura de fusión para su inscripción en el Registro Mercantil, tal como establece el artículo 230.1.3º del Reglamento del Registro Mercantil.

Sin embargo, existen excepciones en las que no es necesario presentar este informe, de acuerdo con los artículos 9 y 53 del RDL 5/2023. Estas excepciones se aplican en los siguientes casos:

1. Cuando el acuerdo de fusión se adopte de manera unánime en una junta universal.
2. En fusiones entre sociedades completamente participadas.
3. Si la sociedad absorbente posee al menos el 90% de las participaciones de la absorbida y se ofrece a los socios minoritarios la posibilidad de vender sus acciones a un valor razonable, dentro de un plazo de dos meses tras la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil.

Por otro lado, el informe de expertos está regulado en los artículos 6 y 41 del RDL 5/2023 y su objetivo principal es garantizar una valoración independiente de los elementos que la ley establece. Para ello, un experto designado por el registrador mercantil, a petición de los administradores de las sociedades implicadas, analizará el proyecto de fusión y elaborará un informe técnico. Este documento, dirigido a los socios, proporciona información detallada para que puedan tomar una decisión informada en la junta general. El informe deberá estar accesible al menos un mes antes de la celebración de dicha junta.

No obstante, existen casos en los que no se requiere la elaboración de este informe para agilizar el proceso de fusión. Estas situaciones incluyen:

- Fusiones entre sociedades de responsabilidad limitada.
- Cuando la sociedad absorbente posee el 100% de las participaciones de la absorbida.
- En fusiones por absorción donde la absorbida posee la totalidad de las acciones de la absorbente.
- Cuando las sociedades implicadas están controladas por los mismos socios o por socios con la misma proporción de participación.
- En fusiones donde la sociedad absorbente posee más del 90% de las participaciones de la absorbida, siempre que se ofrezca a los socios minoritarios la posibilidad de vender sus acciones dentro del plazo de un mes tras la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil.

Cuando sea necesario elaborar el informe de expertos, este deberá centrarse en dos aspectos clave:

- El tipo de canje de acciones, especificando los métodos utilizados para su cálculo.
- Una valoración del patrimonio aportado por las sociedades involucradas, asegurando que dicho patrimonio sea suficiente para cubrir el capital de la nueva sociedad o el aumento de capital de la sociedad absorbente.

Adicionalmente, si los administradores lo solicitan, el informe podría incluir un análisis sobre las garantías ofrecidas a los acreedores.

Por último, en situaciones donde exista un acuerdo unánime entre todos los socios con derecho a voto, el informe de expertos podría limitarse únicamente a la valoración del patrimonio de las sociedades que serán extinguidas, tal como prevé el artículo 41.4 del RDL 5/2023.

- **Acuerdo de fusión**

El acuerdo de fusión, regulado en la sección 4 del capítulo I, título segundo del RDL 5/2023, debe ser aprobado por la junta de socios en un plazo máximo de seis meses desde la fecha de elaboración del proyecto de fusión. Si este plazo no se respeta, el acuerdo perderá su validez automáticamente<sup>6</sup>.

La convocatoria de la junta donde se tomará la decisión sobre la fusión debe publicarse una vez que el proyecto de fusión haya sido insertado en la página web de la sociedad. Si la empresa no dispone de una página web, la publicación deberá realizarse en el domicilio social con al menos un mes de antelación a la fecha programada para la junta. Este plazo se calcula de fecha a fecha, incluyéndose el día en que se realiza la publicación. Si no existe un día equivalente al final del mes, se considerará como vencimiento el último día del mes.

La convocatoria deberá respetar lo establecido en los estatutos sociales de la empresa. En el caso de que OceanShip sea una sociedad cotizada, la convocatoria también debe cumplir con lo dispuesto en el artículo 516 de la Ley de Sociedades de Capital. Esto implica que deberá publicarse en el BORME, en un diario de amplia circulación, en la página de la CNMV y en la página web de la empresa convocante.

Una vez aprobada por las juntas de socios, el acuerdo de fusión tendrá validez desde que se exprese el consentimiento de forma adecuada, pero solo tendrá eficacia plena cuando se otorgue la correspondiente escritura pública y se inscriba en el Registro Mercantil. Es importante considerar el quórum necesario y las mayorías requeridas para la aprobación:

- En una Sociedad Anónima, el quórum en primera convocatoria exige la presencia de accionistas que representen al menos el 50% del capital suscrito con derecho a voto.
- En segunda convocatoria, será suficiente con la asistencia de accionistas que representen el 25% del capital.

#### Inscripción en el Registro Mercantil y protección de los socios

De acuerdo con el artículo 49 del RDL 5/2023, los socios que no estén de acuerdo con la relación de canje propuesta en la fusión tienen derecho a impugnarla y solicitar el pago en efectivo de su participación. Estas impugnaciones deben resolverse en los Juzgados de lo Mercantil del domicilio social de la empresa y la decisión judicial será vinculante para el proceso de fusión. No obstante, esta reclamación no impedirá la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil. En lugar del pago en efectivo, la sociedad también puede optar por compensar a los socios con acciones.

Tras la aprobación de la fusión, las sociedades deberán proceder a elevar a escritura pública el acuerdo adoptado. En el caso de que OceanShip, como sociedad absorbente, sea cotizada, la escritura deberá incluir un informe financiero semestral que respalde el balance utilizado en el proceso de fusión, conforme al artículo 50 del RDL 5/2023.

En el caso específico de la absorción de Estrella del Mar por OceanShip, la escritura pública deberá detallar:

- Las modificaciones estatutarias acordadas por la sociedad absorbente en el marco de la fusión.
- El número, clase y serie de las acciones o participaciones que se asignarán a los nuevos socios.

---

<sup>6</sup> Manual de fusiones y adquisiciones de empresas (2024) (pág. 54). Editorial Aranzadi

Una vez que la absorción se inscriba en el Registro Mercantil competente, la fusión tendrá efecto legal y, a partir de ese momento, se procederá a la cancelación de los asientos registrales de las sociedades que hayan quedado extinguidas.

Por último, Estrella del Mar deberá presentar una solicitud ante la CNMV informando que, como resultado de la fusión, se alcanza de forma indirecta el porcentaje de derechos de voto previsto en el artículo 4 del RDOPAS. Para ello, será necesario cumplir con los requisitos establecidos previamente por la normativa.

### **c. Análisis del alcance y las posibilidades de éxito de las acciones legales iniciadas por la familia Azcona**

En cuanto a las acciones legales iniciadas por la familia Azcona y su posible impacto en la legalidad de la fusión entre Estrella de Mar y OceanShip, es necesario evaluar las circunstancias en las que esta operación podría ser impugnada y la probabilidad de éxito de dichas acciones.

Para que una fusión pueda ser anulada, debe cumplirse alguna de las causas de impugnación recogidas en el artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC). Este artículo establece que son impugnables los acuerdos que:

1. Infrinjan la ley.
2. Contradigan los estatutos o los reglamentos internos de la sociedad.
3. Perjudiquen el interés social en favor de uno o varios socios o terceros, actuando de manera abusiva y sin una justificación razonable.

Además, se considera que hay una vulneración del interés social incluso cuando no existe un daño patrimonial directo, pero la mayoría adopta acuerdos que benefician únicamente a ciertos socios en detrimento del resto. No obstante, el propio artículo 204.3 LSC aclara que no pueden impugnarse acuerdos por cuestiones meramente procedimentales o errores menores, como el cálculo de votos, siempre que no hayan sido decisivos para alcanzar la mayoría requerida.

En este contexto, la familia Azcona alega que la familia Machado incurre en un conflicto de interés debido a que uno de sus miembros ocupa un cargo como consejero en OceanShip. También argumentan que la fusión no tiene una justificación económica clara para Estrella de Mar y que, en realidad, es una estrategia para que la familia Machado tome el control de OceanShip, reduciendo así su propia influencia en la sociedad.

De acuerdo con el artículo 228 de la LSC, los administradores están obligados a actuar con lealtad y evitar cualquier conflicto de interés. En su apartado c), se precisa que dicho deber obliga al administrador a:

*“c) Abstenerse de participar en las deliberaciones y votaciones de acuerdos o decisiones en los que él mismo o una persona con la que esté vinculada tenga un conflicto de intereses, ya sea directo o indirecto. Quedan excluidos de esta obligación aquellos acuerdos que le afecten en su rol de administrador, como su nombramiento o destitución para cargos dentro del órgano de administración, o cualquier otra decisión de naturaleza similar.”*

Este deber les exige abstenerse de participar en decisiones donde exista un interés directo o indirecto. Si se da esta situación, el artículo 229 de la misma ley obliga a los administradores a informar sobre el conflicto al resto de miembros del consejo. En este caso, la familia Machado debería haber

comunicado esta situación potencialmente conflictiva, ya que uno de sus miembros ocupa un cargo de consejero dominical en OceanShip.

Por otro lado, debe analizarse si la familia Azcona está legitimada para impugnar el acuerdo de fusión. El artículo 206 de la LSC establece que tienen derecho a impugnar los acuerdos sociales los administradores, los terceros con interés legítimo y los socios que posean al menos el 1% del capital social, siempre que hayan adquirido dicha condición antes de la adopción del acuerdo. En este caso, dado que la familia Azcona posee el 12% de las acciones de Estrella de Mar, cumplen con los requisitos necesarios para llevar a cabo la impugnación.

Asimismo, debe tenerse en cuenta el plazo de caducidad para presentar la impugnación, que, conforme al artículo 205 de la LSC, es de un año, salvo que el acuerdo infrinja el orden público, en cuyo caso no existe límite temporal.

Otro aspecto relevante es el posible incumplimiento de un pacto de accionistas firmado en 1987, en el que se establecía que cualquier modificación estructural requería el voto favorable de la familia Azcona. Aunque los pactos parasociales no son oponibles a terceros, sí tienen validez contractual para las partes que los suscriben. Su incumplimiento podría generar consecuencias similares a las de la violación de un contrato, conforme al artículo 1124 del Código Civil.

Si la fusión ya ha sido inscrita en el Registro Mercantil (RM), las opciones para impugnarla se vuelven más limitadas. El artículo 16 del Real Decreto-ley 5/2023 establece que, una vez inscrita la operación, no es posible declarar la nulidad de la fusión. No obstante, sí existen acciones posteriores que podrían emprenderse, como:

1. Acciones de resarcimiento o indemnización por parte de socios o terceros afectados.
2. La aplicación de sanciones derivadas de normas penales, laborales, tributarias o de prevención del terrorismo.
3. La revisión de la operación si afecta a obligaciones fiscales o de acceso a información tributaria.

Por lo tanto, aunque la inscripción en el Registro Mercantil dificulta la impugnación del acuerdo, no elimina la posibilidad de exigir compensaciones económicas o emprender otras acciones derivadas del conflicto. La legalidad de la operación queda respaldada por la supervisión del registrador mercantil, quien verifica el cumplimiento de todos los requisitos legales y formales antes de proceder a su inscripción.

En conclusión, si la fusión aún no ha sido inscrita en el Registro Mercantil, los argumentos de la familia Azcona podrían prosperar, especialmente si se demuestra el conflicto de interés o el incumplimiento del pacto de accionistas. Sin embargo, si la inscripción ya ha tenido lugar, las opciones se reducen a la búsqueda de indemnizaciones o medidas alternativas.

#### **4. Conclusiones**

Tras el análisis realizado, se pueden establecer las siguientes conclusiones:

1. Respecto a la exoneración de la OPA obligatoria, no sería necesario presentar una oferta pública de adquisición en el contexto de una fusión por absorción entre OceanShip y Estrella de Mar. Para que esto sea posible, deben cumplirse dos condiciones fundamentales: que la junta general de Estrella de Mar no haya aprobado la operación y que exista una justificación económica o industrial legítima que respalde la fusión, descartando cualquier intención de utilizar esta operación como una estrategia para adquirir el control de la sociedad.

2. Es imprescindible garantizar el cumplimiento de los procedimientos previstos en el RDL 5/2023. Este proceso debe desarrollarse en varias etapas clave, que incluyen: una fase preliminar de contactos iniciales, la realización de actos previos, la elaboración del proyecto de fusión, la emisión de un informe de los administradores, la intervención de expertos independientes, la adopción formal del acuerdo de fusión por parte de la junta de socios, y, finalmente, la formalización de la operación mediante escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil.
3. Por último, en relación con la impugnación planteada por la familia Azcona, es necesario distinguir dos escenarios:
  - Si la impugnación tiene lugar antes de la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, existirían posibilidades razonables de éxito. Esto se debe a que podría considerarse que se ha vulnerado el interés social si se demuestra que la fusión fue aprobada de manera abusiva por la mayoría, en ausencia de una justificación razonable y con el objetivo de beneficiar a ciertos socios en perjuicio del resto. Además, la falta de comunicación del posible conflicto de interés de la familia Machado, derivado de su representante en el consejo de OceanShip, podría fortalecer los argumentos de la impugnación.
  - Si, por el contrario, la fusión ya ha sido inscrita en el Registro Mercantil, las posibilidades de impugnar el acuerdo se reducen drásticamente. En este caso, los recursos disponibles se limitarían a acciones resarcitorias o indemnizatorias, en lugar de lograr la anulación de la operación.

Por lo anterior, para evitar complicaciones legales y asegurar la validez de la fusión, es crucial cumplir con todas las formalidades exigidas por la normativa vigente y anticipar cualquier posible conflicto de interés que pueda surgir. Además, debe garantizarse que la operación cuente con una base industrial sólida y que no genere perjuicios a los socios minoritarios.

#### **IV. Dictamen Jurídico III, relativo a la solicitud de las empresas Estrella del Mar y Oceanship al objeto de formular una propuesta de reparto de dividendos atractiva para los accionistas.**

##### **1. Antecedentes**

La reciente fusión entre Estrella del Mar y OceanShip se ha desarrollado con éxito, funcionando de manera sobresaliente, y ha tenido una excelente acogida en el mercado. El Consejo de Administración está evaluando propuestas de retribución atractivas para captar la atención de grandes inversores institucionales y particulares. Entre las recomendaciones recibidas por algunos bancos asesores, se encuentra el establecimiento de un esquema remuneratorio basado en el *scrip dividend*, que ofrezca a los accionistas la opción de recibir un dividendo en efectivo o acciones de un valor equivalente.

En este contexto, solicitan el asesoramiento para el diseño, estructura y establecimiento de un sistema de este tipo. Igualmente desean asesoramiento para saber las opciones existentes y aplicables para el caso que un accionista no manifieste su preferencia por uno u otro sistema remuneratorio dentro del plazo establecido y concretamente, si el dividendo por defecto debe ser en efectivo o en acciones.

Por otro lado, se menciona que la familia Azcona ha mostrado una oposición contundente al esquema propuesto. En una carta dirigida a la oficina del accionista, han expresado su desacuerdo argumentando que "el derecho a recibir el dividendo en efectivo es la esencia del contrato de sociedad".

##### **2. Cuestiones objeto del dictamen:**

- a. Establecimiento de un esquema retributivo de reparto de dividendos basado en la *scrip dividend*.
- b. ¿Qué fórmula debe aplicarse en caso de ausencia de manifestación expresa del accionista acerca respecto del sistema de reparto de dividendos?
- c. Consecuencias de la carta de la familia Azcona, oponiéndose al sistema retributivo de reparto de dividendos.

##### **3. Análisis**

###### **a. Establecimiento de un esquema retributivo de reparto de dividendos basado en la *scrip dividend*.**

El artículo 93 a) de la Ley de Sociedades de Capital, establece el derecho de los accionistas a recibir una parte de los beneficios de la sociedad, hecho que constituye el principal incentivo para que tanto estos como posibles inversionistas realicen sus aportaciones e inversiones al capital social de la sociedad. Asimismo, hay que tener en cuenta que la política retributiva de la sociedad, aprobada en junta ordinaria, de acuerdo con el artículo 164 de la LSC, y en la que se decide el reparto de dividendos por acción en el caso de la obtención de beneficios, se encuentra supeditada, precisamente, a la existencia de unas condiciones favorables desde el punto de vista financiero y económico.

Ahora bien ¿Qué entendemos por dividendo? El dividendo es una renta periódica en efectivo con el que las empresas cotizadas suelen retribuir a los accionistas, si bien es cierto que muchas compañías no practican esta política porque prefieren reinvertir todo el beneficio en la propia actividad empresarial. En el caso de un dividendo tradicional, la empresa primero lo que debe hacer es fijar un *pay-out* o porcentaje de los beneficios que reparten como dividendos. Pero también puede ser percibido de otra manera, a través de la fórmula del "*scrip dividend*" que supone un cambio contable en los componentes de los fondos propios y ningún gasto para las entidades, sustituyendo parte del pago en efectivo del dividendo por la emisión de nuevas acciones con cargo a reservas.



Dicho de otra manera, los accionistas pueden percibir los dividendos, no sólo en efectivo, sino que también puede basarse en un porcentaje de acciones o en una combinación de ambos sistemas, e implica que el accionista aumente su participación en la empresa al suscribir, de forma gratuita, nuevas acciones.

Así, en este sentido, y respecto a los tipos de “scrip dividend” que pueden darse podemos distinguir los siguientes:

- Scrip dividend en efectivo o acciones (flexible): en el que el accionista puede optar entre recibir su dividendo bien en efectivo o bien en nuevas acciones, sin efecto fiscal hasta su enajenación, todo ello sin perjuicio de poder vender las nuevas opciones en el mercado para obtener mayor liquidez.
- Scrip dividend obligatorio: en el que no existe la opción de elegir como percibir el dividendo, que es ofrecido por la empresa únicamente en acciones, y los accionistas deben suscribirlas si desean participar en el reparto de beneficios. Dichas acciones se emiten mediante una ampliación de capital social liberada (esto es, con cargo a reservas, por lo que la sociedad no tiene que solicitar más dinero al mercado ni a sus accionistas y estos, a su vez, aumentan su participación accionarial sin ningún desembolso adicional) o utilizar la autocartera, es decir, que la empresa coja acciones que tiene guardadas para realizar este pago. Para ello es necesario que los accionistas lo autoricen mediante acuerdo de la Junta General de Accionistas, JGA, recibiendo cada accionista un derecho de suscripción por cada acción que ostente. Este derecho de suscripción puede ser canjeado por dichas acciones o negociado en el mercado de valores.
- Scrip dividend con opción de asignación de derechos: en este modelo, los accionistas reciben derechos preferentes de asignación gratuita, los cuales pueden vender en el mercado, con el efecto fiscal pertinente por la enajenación, para obtener efectivo en lugar de obtener las acciones, mantenerlos para suscribir nuevas acciones o venderlos a la entidad a un precio al que esta se haya comprometido previamente, pudiendo considerarse que esta última opción es la más parecida a cobrar un dividendo tradicional.

En general, el “scrip dividend”, en el caso de percibir nuevas acciones supone un mantenimiento de la posición del accionista dentro de la sociedad, tanto en términos económicos como administrativos, comparable, como hemos señalado anteriormente a una ampliación de capital liberada, ya que los accionistas suscriben las nuevas acciones sin necesidad de hacer un desembolso, únicamente ejerciendo sus derechos de asignación gratuita.

En el caso de la modalidad obligatoria y la de la opción con venta de derechos, desde el punto de vista societario es una alternativa que suele utilizarse cuando se desea mantener la liquidez, supone de hecho un ahorro considerable respecto de la remuneración tradicional, en aquellas empresas que, aun obteniendo beneficios, plantea problemas de liquidez (caso de empresas con largos periodos de cobro) o afectando de esta manera a su tesorería o en aquellos casos en los que la empresa atraviesa una situación económica que le impide realizar pagos en efectivo. También en aquellos casos en los que existe una fiscalidad más favorable del dividendo por la venta de derechos de suscripción, ofreciendo además una interesante rentabilidad fiscal para la empresa. O, por último, en aquellos casos en los que determinadas empresas se encuentran obligadas a mantener un determinado coeficiente de solvencia, caso de entidades bancarias, dado que el reparto de dividendos en acciones puede hacer más sencillo cubrir los citados coeficientes al convertir en patrimonio la totalidad del beneficio obtenido.

Desde el punto de vista del inversor, quedarse con las acciones implica no percibir en concepto de dividendos dinero en metálico, mientras que el accionista que opte por vender sus derechos de suscripción de nuevas acciones al banco o en bolsa diluye su participación en el capital de la compañía. Igualmente podría producirse el hecho de existir una fuerte oposición de una parte del accionariado,

que tenga un perfil muy ávido de liquidez, que prefiera cobrar su dividendo en metálico y que manifieste su oposición en la junta de accionistas con los efectos que podrían producirse de ser un sector mayoritario en la composición de la citada Junta. Asimismo, los costes por ampliación de capital (necesaria para el scrip dividend) podrían ser elevados, debiendo requerir el permiso de la Junta General de Accionistas. También el “scrip dividend” puede conllevar que en muchas ocasiones tire el precio de la acción hacia abajo, lo que supone que las acciones valgan menos, por lo que el accionista al recibir las nuevas acciones, trate de venderlas de inmediato, para así sacar el máximo rendimiento posible antes de que caiga más el precio.

En resumen, los *scrip dividends* se encuadran dentro del régimen regulado por los artículos 275 y siguientes de la LSC, referido a la distribución de dividendos y los aumentos de capital a través de la capitalización de recursos propios, conforme a lo dispuesto en el artículo 303 de la misma ley.

**b. ¿Qué fórmula debe de aplicarse en caso de ausencia de manifestación expresa del accionista acerca respecto del sistema de reparto de dividendos?**

Como venimos señalando anteriormente, el “scrip dividend” es el pago del dividendo, aquella retribución periódica que la empresa hace habitualmente a sus accionistas en modo de pago por su confianza inversora y por la buena marcha del negocio, en forma de acciones de la compañía. Es decir, la empresa retribuye a sus accionistas con acciones nuevas de forma gratuita, constituyendo una fórmula alternativa al tradicional pago en especie por la cartera de acciones que posee el accionista o inversor.

Hay que señalar que pese a la extendida utilización de esta figura en nuestro país, la realidad societaria ha ido por delante de la norma jurídica, ya que esta figura no se encuentra regulada en el ordenamiento jurídico español, pero esta ausencia de regulación específica no ha sido óbice para que, en la práctica, se haya realizado un ejercicio de ingeniería jurídica para, con la normativa vigente, se haya desarrollado una fórmula ad hoc que permita al accionista elegir entre recibir su dividendo bien en efectivo, bien en acciones.

Así, en el caso de recibir las acciones, para realizar este pago hay dos vías: bien ampliar capital para dar esas nuevas acciones en proporción al capital que tenía cada inversor o bien utilizar la autocartera, es decir, que la empresa coja aquellas acciones que tenía guardadas para realizar este pago.

El scrip dividend constituye pues, un sistema híbrido a medio camino entre la distribución de dividendos y la ampliación de capital mediante la capitalización de parte de los recursos propios, constituyendo de facto una aprobación de la aplicación del resultado del ejercicio, arts. 273 y ss. LSC, y el aumento del capital social liberado mediante la emisión de las nuevas acciones, art 303 LSC. Uno y otro acuerdo se encuentran íntimamente relacionados para el mismo fin, cual es el reparto del dividendo, siendo necesario para su ejecución que sean aprobados por la JGA, a propuesta del Consejo de Administración.

Ahora bien, dado que la sociedad puede repartir vía dividendos todos los activos sociales con el límite en el respeto del capital social y reservas obligatorias, no debe de asociarse dividendos con beneficios, puesto que una sociedad puede estar produciendo beneficios y no tener liquidez para repartir dividendos o puede estar en pérdidas y repartir, no obstante, dividendos.

Una sociedad solo podrá repartir dividendos en la medida en que los beneficios anuales o las reservas acumuladas (los beneficios no repartidos configurados como provisiones) superen la cifra de capital social más las reservas legales o estatutarias obligatorias (art. 273.2 LSC). Es decir, el art. 273.2 LSC ordena realizar una comprobación del balance – ‘test de balance’ – y determinar que el activo cubre el pasivo, el capital y las reservas obligatorias. El establecimiento de dichos límites al reparto de dividendos constituye una previsión legal que trata, en última medida, de salvaguardar el capital,

evitando la devolución de aportaciones a los socios, a través de los dividendos, antes que se haya satisfecho, en caso de liquidación de la sociedad, a los acreedores sociales (art 278 LSC).

Contempladas estas previsiones legales, será la JGA quien decida cómo debe de aplicarse el resultado, es decir, sobre el destino que haya de darse a los beneficios obtenidos por la sociedad tal y como señala el art. 273.1 LSC, bien distribuirlos, bien atesorarlos, no teniendo los accionistas, aunque se hable del derecho al dividendo, un derecho subjetivo protegido a exigir el reparto de los beneficios obtenidos por la sociedad.

Cumplimentados estos trámites legalmente previstos, será necesario que dichos acuerdos, dado que se trata de operaciones de distinta naturaleza, tengan sus específicos requisitos de aprobación (quorum, mayorías, etc.), por lo que de acuerdo con lo estipulado en los arts. 193 y 194 LSC (y 201 LSC), para la aprobación de la propuesta de aplicación del resultado y distribución del dividendo se requerirá quórum ordinario, mientras que se requerirá quórum reforzado para el aumento del capital.

Una vez aprobadas las propuestas por la JGA, será el Consejo de Administración (CA) el que señalará la fecha del acuerdo de ampliación del capital social y aquellas condiciones de ampliación en todo aquello que no se haya previsto en los acuerdos de la JGA.

Todo ello permite a la sociedad la consecución de dos finalidades fundamentales; la primera es la posibilidad de dotarse de medios económicos y de capital para el desarrollo de su actividad y la segunda satisfacer el derecho de sus socios a participar en las ganancias sociales. Si los accionistas optan por suscribir nuevas acciones, tal decisión constituirá un perfecto instrumento de retención de tesorería y de fortalecimiento de los recursos propios de la sociedad, puesto que la sociedad, en lugar de distribuir sus beneficios, retiene una parte sustancial de estos para incorporarlos a su capital social, cumpliendo ese objetivo de fortalecimiento, si optan por obtener el dividendo en efectivo producirán el efecto contrario no reduciéndose la salida de caja, reduciéndose la liquidez societaria. En cualquiera de los casos, el accionista tendrá la opción de elegir, debiendo de comunicar formalmente su decisión, y en caso de falta de comunicación, deberá entenderse que opta por recibir el dividendo en forma de acciones de nueva suscripción.

### **c. Consecuencias de la carta de la familia Azcona, oponiéndose al sistema retributivo de reparto de dividendos.**

Con carácter previo a esta cuestión, conviene señalar las ventajas que presenta este sistema tanto para la empresa como para el accionista,

Desde el punto de vista empresarial, ya hemos hecho referencia a la misma, mejorar su liquidez, y emplearla en fines más convenientes (como la publicidad, desarrollo, inversión a amortización de deudas) y más aún en épocas de falta o encarecimiento de liquidez, incrementar su capital social con una mayor calidad financiera y reducir su esfuerzo financiero al no tener que remunerar a los accionistas en efectivo, permitiendo la recapitalización de la organización sin necesidad de acudir a hacer emisiones especiales. Por otra parte, la empresa obtiene autofinanciación, evitando salir al mercado buscando financiación o acudir a la financiación bancaria, con el perjuicio en términos de penalización de la cuenta de resultados que ello supone por los costes financieros. Por último, en términos de valoración de la compañía, dado que no supone una salida de caja, su valor se mantendrá inalterado frente a otras alternativas, como pueden ser el pago de dividendo en efectivo o la devolución de la prima de emisión

Desde el punto de vista del accionista, permite ampliar su participación en la empresa sin realizar desembolsos monetarios al ser entregados los títulos de forma gratuita. Desde el punto de vista fiscal, dado que la normativa del IRPF no considera técnicamente un cobro por dividendo la entrega de acciones liberadas o los derechos de suscripción, dado que, al no recibir dinero en metálico, no se

considera como ingreso en la base del IRPF, creándose un diferimiento en la tributación en tanto en cuanto no se produzca la transmisión de las acciones o derechos de suscripción.

Respecto de la oposición de la familia Azcona al sistema de reparto de dividendos (scrip dividend) en primer lugar habría que determinar el carácter mayoritario o no de su participación en la empresa, pues una participación mayoritaria podría hacer perder la propuesta de reparto. Si no fuera así, y la JGA apruebe el sistema de reparto, la oposición de este grupo de accionistas no debería suponer ningún problema, puesto que podrían tomar la decisión de recibir acciones de nueva emisión o transmitir los derechos de suscripción bien en el mercado secundario, bien a la propia sociedad. Sí sería necesaria una actuación informativa, que ilustre a los accionistas en este sentido, al objeto de poder elegir una u otra opción, y poder salvaguardar sus intereses en cada momento. Por último, se deberá informar acerca de la necesidad de comunicar de forma expresa la opción elegida, puesto que, en caso de no haber ejercitado esta opción, se entenderá que el accionista opta por adquirir las acciones de nueva emisión.

#### **4. Conclusiones**

De lo anteriormente expuesto y atendiendo a las cuestiones planteadas por el Cliente, deben de señalarse las siguientes conclusiones:

1. Pese a que desde un punto de vista legal, la figura de la scrip dividend no se encuentra regulada en el ordenamiento jurídico español, la ausencia de regulación específica no ha sido óbice para que en la práctica las sociedades hayan llenado esas lagunas normativas, mediante el ejercicio de una auténtica ingeniería jurídica, con la normativa vigente y la práctica societaria, permitiendo que el accionista pueda recibir su dividendo en metálico o en acciones, y concretamente pueda elegir entre tres diferentes tipos de acciones: adquisición de acciones de nueva emisión, transmisión de los derechos de suscripción gratuita a la sociedad y transmisión de los derechos de suscripción gratuita en el mercado secundario. Cabe destacar que, en caso de no ser ejercitada esta opción o no se comunique expresamente la opción elegida, se entenderá que la opción elegida es la adquisición de acciones de nueva emisión.
2. En el supuesto que el sistema de scrip dividend se apruebe por la JGA, la oposición de la familia Azcona no supondría ningún problema ya que, en calidad de accionista, y al igual que el resto de inversores, podrán, atendiendo a sus intereses bien adquirir acciones de nuevas o bien transmitir sus derechos de suscripción gratuita en el mercado secundario o a la propia sociedad.
3. En todos los casos es importante llevar a cabo una labor informativa. No obstante, es importante mencionar que es necesario informar de manera clara dirigida a los accionistas para que tengan el conocimiento debido de las opciones posibles y de las consecuencias no de no comunicar expresamente la opción elegida.

❖ ANEXOS:

**CLÁUSULAS CONTRACTUALES RECOMENDADAS:**

Este anexo presenta una serie de cláusulas contractuales sugeridas para incorporar en el contrato de fusión entre Estrella de Mar y OceanShip. El objetivo es proteger al comprador frente a riesgos identificados durante el proceso, como el procedimiento sancionador de la CNMC, y asegurar que las condiciones pactadas se cumplan de manera efectiva una vez concretada la operación.

**1. Cláusulas de Representación y Garantía:**

Garantías sobre las concesiones portuarias:

*“La Parte Vendedora garantiza que:*

- a) Todos los activos vinculados a las concesiones portuarias están debidamente inscritos, libres de cualquier carga, gravamen o restricción que pueda perjudicar su uso o valor.*
- b) No existen litigios, reclamaciones o procedimientos en curso, más allá de los ya notificados al Comprador, que puedan afectar de manera significativa las concesiones o los activos transferidos.*
- c) Las licencias, permisos y autorizaciones necesarias para operar las concesiones están vigentes y cumplen con la normativa legal aplicable.”*

Garantías sobre el procedimiento CNMC:

*“La Parte Vendedora asegura que no tiene conocimiento de situaciones adicionales a las informadas al Comprador relacionadas con el procedimiento sancionador abierto por la CNMC, ni de otros procesos similares que puedan suponer un riesgo adicional.”*

**2. Cláusula de Indemnización Específica:**

Indemnización por el procedimiento CNMC:

*“En caso de que el procedimiento sancionador iniciado por la CNMC derive en una sanción económica o reclamación, la Parte Vendedora se compromete a:*

- a) Compensar al Comprador por la totalidad de los costes derivados, incluidos multas, intereses, honorarios legales y cualquier otro gasto relacionado.*
- b) Constituir un depósito en una cuenta escrow por un importe de XXX euros como garantía del cumplimiento de esta obligación.*
- c) Cubrir cualquier cantidad adicional no cubierta por el depósito escrow en un plazo máximo de 30 días desde que se comunique el importe definitivo de la sanción.”*

**3. Cláusula Prosandbagging:**

*“El Comprador tendrá derecho a reclamar indemnización por cualquier incumplimiento de las Representaciones y Garantías realizadas por la Parte Vendedora, independientemente de que tuviera conocimiento previo de los hechos objeto de dicha garantía, salvo en los casos en que se haya excluido expresamente en este contrato.”*

#### **4. Cláusula de Cuenta Escrow:**

*“Las partes acuerdan crear una cuenta escrow, administrada por un tercero independiente designado por ambas partes, en la que la Parte Vendedora depositará la suma de XXX euros. Dichos fondos se destinarán exclusivamente a cubrir:*

- a) Cualquier multa, sanción o coste económico derivado del procedimiento sancionador de la CNMC.*
- b) Daños o perjuicios ocasionados por incumplimientos en las Representaciones y Garantías establecidas en el contrato.*

*La cuenta permanecerá activa durante 24 meses desde la fecha de cierre de la operación. Si no existen reclamaciones pendientes al finalizar este plazo, los fondos restantes serán devueltos a la Parte Vendedora.”*

## REFERENCIAS LEGALES Y BIBLIOGRÁFICAS CONSULTADAS

- ❖ Raquel Frutos (2023, agosto 9). Empresas con mala reputación: riesgos, consecuencias y ejemplos. <https://www.imades.com/ Empresas-con- mala- reputación- riesgos- y- ejemplos>
- ❖ Jordi Garzón Rayo (2022, marzo 7). Especialidades procedimentales en los procedimientos sancionadores en materia de competencia. Asesoría Jurídica de la CNMC. <https://www.cej-mjusticia.es/sede/publicaciones>
- ❖ Manuel Urrutia (2022, Sep 21). Cláusulas de Representations & Warranties en operaciones de M&A. <https://www.confianz.es/actualidad/clausulas-de-representations-warranties-en-operaciones-de-m>
- ❖ Marta Marçal. Corporate lawyer.(2024, Oct 30). Reps and warranties en una compraventa. <https://www.letslaw.es/reps-and-warranties-compraventa>
- ❖ Juan Diego Martínez (2023, junio 12). La cláusula pro-sandbagging y el abuso del derecho. <https://serranomartinezcma.com/la-clausula-pro-sandbagging-y-el-abuso-del-derecho>
- ❖ Julio Rodríguez (2024).El Contrato de Escrow. Cómo asegurarse del cumplimiento de los contratos. <https://www.leytons.com/conocimiento/el-contrato-de-escrow>
- ❖ Andrés Felipe Fonseca Struss (2024, dic 17). ¿Escrow o Holdback? Esa es la Cuestión. <https://www.asuntoslegales.com.co/analisis/andres-felipe-fonseca-struss>
- ❖ Pomares abogados (2018, Oct 5). Escrow, una nueva figura en auge en nuestro país. <https://www.pomaresabogados.com/escrow-una-nueva-figura-en-auge-en-nuestro-pais>
- ❖ Nuria Estruga (2021, Oct 25) Cómo se realiza la evaluación de riesgos dentro de un proceso de Due Dilligence. <https://www.ealde.es/evaluacion-de-riesgos-due-diligence>
- ❖ Ismael Valero (2024, feb 26) M&A: qué es y qué hay que saber sobre las uniones entre empresas. <https:// edem.eu/ma-que-es-y-que-hay-que-saber-sobre-las-uniones-entre-empresas>
- ❖ ICAC Honorarios de auditoria (2022). Estudio comparativo de los honorarios de auditoría, en España y países más relevantes de la Unión Europea. <https://www.ICAC.Honorarios-auditoria-accesible>
- ❖ Sonia Calaza López (2024, jul 26). Los gastos procesales: costas y costes de la Justicia. <https://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/19432-los-gastos-procesales:-costas-y-costes-de-la-justicia>