



TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

Máster de Acceso a la Abogacía y la Procura

Especialidad Derecho de la Empresa

Universidad Pontificia de Comillas ICADE

Alumno: José Loring Meneses de Orozco

Tutor: Sebastián Sáenz de Santamaría

ÍNDICE

Parte A: Encargo para asesorar a Atlas Capital

- I. Evaluación de las posibles consecuencias adversas del expediente sancionador abierto por la CNMC contra Estrella del Mar, S.A., así como de las medidas de protección contractual y mitigación.
- II. Propuesta de reorganización societaria para garantizar que la totalidad de la actividad objeto de adquisición sea controlada por Estrella Gestión Puertos, S.L.U.
- III. Análisis del impacto del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros, S.A. contra Estrella del Mar, S.A. y su incidencia en la operación.
- IV. Asesoramiento sobre la posibilidad de incluir una cláusula de no competencia en el contrato de compraventa por un período de 5 años y aplicable a la región del Mediterráneo.

Parte B: Encargo para asesorar a Estrella del Mar, S.A.

- I. Evaluación de la posibilidad de articular la operación de toma de participación en OceanShip, S.A. sin incurrir en la obligación de lanzar una OPA obligatoria.
- II. Valoración de la posible fusión entre OceanShip, S.A. y Estrella del Mar, S.A., con análisis de la posibilidad de evitar una OPA obligatoria y los requisitos a cumplir.
- III. Análisis del impacto del pacto de accionistas de 1987 entre las familias Machado y Azcona; valoración del riesgo de impugnación de la fusión por parte de la familia Azcona y su posible impacto en la operación.
- IV. Asesoramiento para la implementación de un esquema de *scrip dividend* y análisis de la viabilidad jurídica de establecer una opción por defecto para los accionistas.

Loring Abogados, S.L.P

Paseo de la Castellana 1

28046 Madrid, España

En atención de

Atlas Capital

En Madrid, a 18 de diciembre de 2024.

Confidencialidad y Limitación de Responsabilidad

El presente informe de *Due Diligence* (el "Informe") ha sido elaborado por **Loring Abogados, S.L.P** (el "Despacho") exclusivamente para el cliente **Atlas Capital** (el "Cliente") en el contexto de la potencial operación mercantil entre el Cliente y Estrella Gestión de Puertos, S.L.U. (la "Operación"). Este Informe se entrega con fines informativos y de apoyo a la toma de decisiones del Cliente, y no debe interpretarse, en ningún caso, como una recomendación de llevar a cabo la Operación.

Carácter Confidencial

El contenido de este Informe es estrictamente confidencial y se encuentra protegido por la relación abogado-cliente. Su divulgación, reproducción, distribución o uso por parte de terceros, sin el consentimiento previo y por escrito del Despacho, está expresamente prohibido. El Cliente se compromete a adoptar las medidas necesarias para garantizar que esta información no sea divulgada ni utilizada de forma inapropiada por terceros.

Limitación de Alcance

El alcance del presente Informe se ha definido de conformidad con las instrucciones expresas proporcionadas por el Cliente y se basa en la información y documentación facilitada hasta la fecha de emisión del mismo. El Despacho no asume responsabilidad alguna por la exactitud, veracidad, suficiencia o integridad de la información proporcionada por terceros o por la falta de información relevante no revelada por estos.

Limitación de Responsabilidad

El Despacho no garantiza ni asegura la viabilidad comercial, económica o financiera de la Operación ni la existencia de riesgos no identificados en el Informe. Este documento se basa en la información disponible en el momento de su elaboración y está sujeto a posibles actualizaciones si se recibe nueva información relevante. La responsabilidad del Despacho se limita estrictamente a la prestación de servicios de asesoría legal y no se extiende a ámbitos financieros, contables, fiscales o de cualquier otra naturaleza.

Exclusión de Terceros

Este Informe está destinado únicamente al Cliente y no podrá ser utilizado ni invocado por terceros. El Despacho no asume responsabilidad alguna frente a terceros que puedan acceder a la información contenida en este Informe, ya sea con o sin autorización del Cliente.

Declaración Final

El Cliente reconoce y acepta que la información contenida en el presente Informe está sujeta a los términos y condiciones aquí expuestos. Cualquier decisión que el Cliente adopte en relación con la Operación es de su exclusiva responsabilidad, sin que el Despacho asuma responsabilidad alguna por las consecuencias derivadas de tales decisiones.

INFORME DE *DUE DILIGENCE*

Antecedentes de Hecho

La sociedad Estrella del Mar, S.A., con sede en Bilbao, es la matriz de un grupo empresarial español con más de 60 años de trayectoria. En sus inicios, se dedicaba a la gestión portuaria, realizando tareas de estiba y guía de grandes buques en puerto, actividad que aún mantiene en los puertos de Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca. Sin embargo, su principal negocio actual es el transporte internacional de mercancías, operando rutas que conectan los puertos de Bilbao y Coruña con las principales plazas portuarias del norte de Europa y, de forma ocasional, el noroeste africano. La expansión de la actividad de transporte ha llevado al Consejo de la empresa a decidir la desinversión en la gestión portuaria, al considerarla no estratégica.

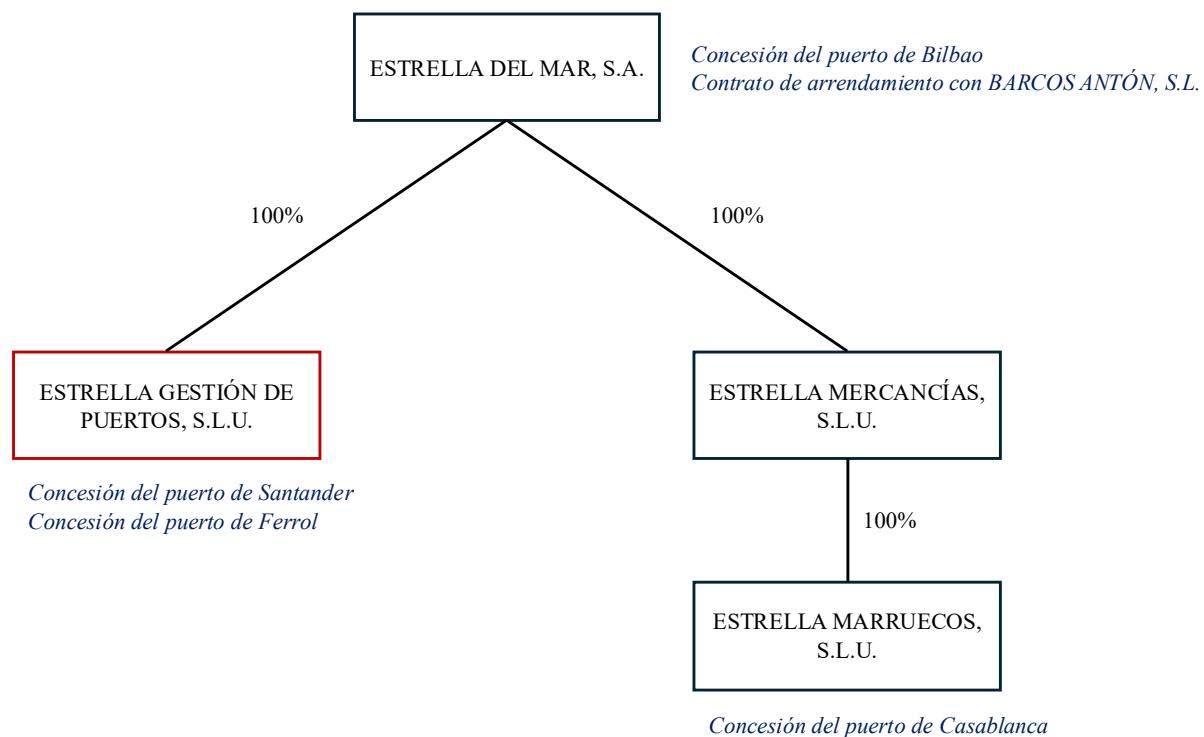
En este contexto, el fondo de inversión Atlas Capital, que recientemente adquirió la sociedad Andalusia Harbors, S.L., dedicada a la explotación de instalaciones portuarias en el sur de España, ha mostrado interés en adquirir la división de gestión portuaria de Estrella del Mar, S.A. La intención es integrar ambas empresas en un único grupo económico mediante una fusión. Durante las negociaciones, se ha identificado un posible riesgo relacionado con un procedimiento sancionador abierto por la Comisión Nacional de Mercados y de la Competencia (en adelante, "CNMC") en diciembre de 2023 contra Estrella del Mar, S.A. y otras empresas del sector. La investigación se centra en supuestas reuniones mantenidas entre el jefe de división de Estrella del Mar, S.A. y directivos de otras cuatro compañías, con el objetivo de repartirse la participación en subastas relacionadas con la concesión del puerto de Santander.

Otro aspecto relevante es la compleja estructura societaria del grupo Estrella del Mar. La sociedad matriz, Estrella del Mar, S.A., controla directamente la concesión del puerto de Bilbao, emplea a personal especializado en soporte a la estiba y mantiene un contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L., para disponer de su flota de remolcadores. Esta sociedad también concentra el equipo de dirección que presta apoyo a todas las divisiones, incluida la de transporte de mercancías. La filial Estrella Gestión Puertos, S.L.U., controlada al 100% por la matriz, gestiona las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander. La concesión del puerto de Casablanca, por razones políticas, es titularidad de la filial Estrella Marruecos, S.L.U., cuya propiedad recae en Estrella Mercancías, S.L.U., controlada a su vez por la matriz.

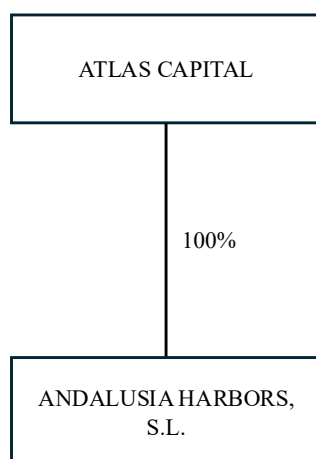
Durante el proceso de *due diligence*, se ha detectado un procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros S.A., que reclama 36.000 euros a Estrella del Mar, S.A. por daños sufridos en una plataforma elevadora, presuntamente ocasionados por una grúa pórtico de la empresa en el puerto de Bilbao. El cliente solicita conocer el posible impacto de esta demanda en la operación, los profesionales que deberían intervenir y una valoración de sus honorarios.

Finalmente, el cliente muestra preocupación por la posibilidad de que el grupo vendedor continúe compitiendo con la división de gestión portuaria tras la venta. Por ello, se plantea incluir una cláusula de no competencia que prohíba dicha actividad durante cinco años y en toda la región del Mediterráneo. Además, se solicita asesoramiento sobre la viabilidad y condiciones de esta cláusula, así como las implicaciones de la posible necesidad de notificar la operación a la CNMC para obtener su autorización previa.

Estructura Societaria Parte Vendedora



Estructura Societaria Parte Compradora



Objeto y Fundamentos de Derecho

El encargo para asesorar a Atlas Capital se centra en la evaluación y gestión de varios aspectos críticos relacionados con la adquisición y fusión de la división de gestión portuaria de Estrella del Mar, S.A. con Andalusia Harbors, S.L. Este apartado abordará las siguientes áreas clave:

- I. **Evaluación de Riesgos Legales y Contractuales** | Analizar las consecuencias del procedimiento sancionador abierto por la CNMC contra Estrella del Mar, S.A. por prácticas anticompetitivas, y proponer medidas contractuales para mitigar estos riesgos en el contrato de compraventa.
- II. **Reorganización Societaria** | Proponer una estructura societaria que permita que toda la actividad objeto de adquisición sea controlada por Estrella Gestión Puertos, evitando ventas intragrupo, considerando un calendario razonable y las cautelas necesarias.
- III. **Impacto de Procedimientos Judiciales** | Evaluar el impacto de un procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros, S.A. contra Estrella del Mar, S.A. y determinar los profesionales necesarios y sus honorarios.
- IV. **Compromiso de No Competencia** | Asesorar sobre la solicitud de un compromiso de no competencia de 5 años aplicable a toda la región del Mediterráneo, considerando la posible necesidad de notificación a la CNMC para obtener autorización previa.

I. Evaluación de las posibles consecuencias adversas del expediente sancionador abierto por la CNMC contra Estrella del Mar, S.A., así como de las medidas de protección contractual y mitigación.

El primer punto a discutir sobre la posible fusión entre Andalusia Harbors, S.L. (en adelante, "AH") – participada al 100% por Atlas Capital (en adelante, "AC" o el "Comprador") – y Estrella Gestión Puertos, S.L.U. (en adelante, "EGP" o la "Target") – la división estratégica de gestión portuaria de Estrella del Mar, S.A. (en adelante, "EdM" o el "Vendedor", y, conjuntamente, con el Comprador, las "Partes") – radica en el procedimiento sancionador instado por la CNMC contra EdM, en relación con los hechos que conciernen a la concesión del puerto de Santander, cuyo titular es EGP.

Las potenciales consecuencias adversas de una eventual resolución condenatoria de la CNMC contra EdM por prácticas colusorias podrían resultar en (1) multas significativas, causando un impacto negativo en la operabilidad financiera de EdM; (2) daño reputacional, creando una imagen negativa de EdM que afecte a las relaciones con clientes, proveedores e inversores; y (3) restricciones operativas, condicionando la participación en futuras concesiones portuarias.

(1) En primer lugar, con respecto a las multas significativas, la Ley de Defensa de la Competencia (en adelante, "LDC") recoge en su Artículo 63 las sanciones económicas dependiendo de la gravedad de la infracción. (a) *Las infracciones leves con multa de hasta el 1 por ciento del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de la imposición de la multa.* (b) *Las infracciones graves con multa de hasta el 5 por ciento del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de la imposición de la multa.* (c) *Las infracciones muy graves con multa de hasta el 10 por ciento del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de imposición de la multa.*

Analizando el supuesto relativo a EdM, sus presuntas actividades colusorias podrían encuadrarse como un cártel, en los términos establecidos en la Disposición Adicional Cuarta de la LDC – *“acuerdo o práctica concertada entre dos o más competidores cuyo objetivo consista en coordinar su comportamiento competitivo en el mercado o influir en los parámetros de la competencia”*. En adición, al tratarse el autor de una persona jurídica, como es el caso de EdM, el segundo apartado de Artículo 63 LDC establece que *“cuando el infractor sea una persona jurídica, se podrá imponer una multa de hasta 60.000 euros a cada uno de sus representantes legales o a las personas que integran los órganos directivos que hayan intervenido en la conducta”*.

El Artículo 64 LDC establece los criterios para la determinación del importe de las sanciones, variando según ciertas características de la infracción cometida. Se analizarán, entre otros factores, (a) dimensión y características del mercado afectado; (b) cuota de mercado de las empresas responsables; (c) alcance; (d) duración; (e) efecto sobre los derechos y legítimos intereses de los consumidores y usuarios; (f) beneficios ilícitos obtenidos como consecuencia de la infracción; (g) circunstancias agravantes y atenuantes que concurran en relación con cada una de las empresas responsables.

En conjunto, teniendo en consideración todas las circunstancias y factores que conforman la potencial condena de EdM por cártel, se trata de una eventual **infracción muy grave** y, consecuentemente, una sanción económica del **10 por ciento del volumen de negocios** del último ejercicio, además de posibles sanciones económicas adicionales para los integrantes del Consejo de Administración y representantes legales de hasta **60.000 euros** a cada uno.

(2) En segundo lugar, con respecto al daño reputacional, resulta evidente que una sentencia condenatoria de semejante calibre con sanciones económicas tan perjudiciales y con la eventual responsabilidad de los administradores y representantes de EdM, conllevaría un impacto a nivel reputacional prácticamente irresoluble. Por supuesto la operación de compraventa carecería de sentido debido a la imposibilidad sobrevenida de realización del objeto social. Si bien la condena sería contra la sociedad matriz, EdM, y no contra la Target, EGP, la concesión afectada sería la del puerto de Santander, cuyo titular es la Target. En este sentido, supondría una *red flag* definitiva para la operación, puesto que el daño reputacional se podría traducir en una prohibición de contratar con el Sector Público, como se desarrollará *infra*, en los términos establecidos en el Artículo 71 de la Ley de Contratos del Sector Público (en adelante, “**LCSP**”).

(3) En tercer lugar, con respecto a las restricciones operativas, cabe destacar la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea C-66/22 (en adelante, “**TJUE**”), sobre el caso *Infraestructuras de Portugal y Futrifer Indústrias Ferroviárias*, y la Resolución del Tribunal Administrativo Central de Recursos Contractuales 428/2024 (en adelante, “**TACRC**”). En el mismo sentido, tanto la Sentencia como la Resolución, afirman que entre las consecuencias para la sociedad que comete prácticas colusorias se encuentra la posibilidad de prohibición de participar en futuras licitaciones públicas.

La CNMC tiene la potestad para dictaminar una prohibición expresa de contratación como sanción accesoria a la pecuniaria. En el caso de que no se contemplase dicha sanción accesoria, la capacidad de contratación de EdM seguiría siendo cuestionable, puesto que cada órgano de contratación pública competente para futuras concesiones tendría la facultad para evaluar y decidir sobre la misma con fundamento sobre la sentencia condenatoria de la CNMC. El Apartado 75 de la Sentencia C-66/22 del TJUE establece expresamente que el órgano encargado de la licitación podrá decidir de manera autónoma excluir a la sociedad en base a su historial de sanciones en materia de competencia, respetando el principio de proporcionalidad.

El Artículo 150 LCSP otorga autonomía en una primera instancia al órgano de contratación para valorar la posible existencia de prácticas colusorias, si bien, la formalización de estas sanciones corresponde en exclusiva a la CNMC. La Resolución 428/2024 del TACRC, sostiene esta premisa, afirmando que la potestad de excluir a un licitador previamente sancionado recae únicamente en el poder adjudicador, limitando las facultades del TACRC a ejercer una función revisora. En consecuencia, el órgano encargado de una futura licitación podrá determinar, a su discreción, si una sentencia condenatoria contra EdM por prácticas colusorias es motivo suficiente para comprometer su integridad y fiabilidad, sin necesidad de que haya mediado sanción accesoria por parte de la CNMC.

La posibilidad de aplicar la prohibición de participar en futuras licitaciones por la CNMC se materializó el 14 de marzo de 2019, en la Resolución S/DC/0598/2016 emitida por la CNMC contra el expediente abierto contra *Electrificación y Electromecánicas Ferroviarias* por conductas de falseamiento de la competencia, calificadas como una sanción muy grave.

Por último, las sanciones interpuestas por la CNMV, tanto de naturaleza económica como operativa, no agotan la totalidad de las consecuencias negativas que pueden derivar del procedimiento. En este sentido, el Artículo 74 LDC recoge la posibilidad de que existan demandas de terceras partes afectadas, como competidores o clientes, susceptibles de resarcimiento mediante la “*acción para exigir la responsabilidad por los daños y perjuicios sufridos como consecuencia de las infracciones del Derecho de la competencia, que prescribirá a los cinco años*”.

Resulta fundamental establecer un blindaje en el contrato de compraventa (en adelante, el "SPA") que proporcione protección ante las eventuales sanciones descritas en el párrafo anterior. Para alcanzar dicho objetivo, es necesario establecer, (1) una cláusula de declaraciones y garantías (*representations & warranties; R&W*) por parte del Vendedor sobre el estado actual de una serie de hechos; (2) una cláusula de indemnizaciones (*indemnities*) donde el Vendedor se compromete a compensar por ciertos riesgos o eventuales pérdidas específicas; (3) una serie de condiciones suspensivas que, tras la firma del SPA, condicionen el cierre de la operación (es decir, el pago por parte del Comprador) a su eventual cumplimiento; y por último, (4) un mecanismo de ajuste del precio de la compraventa, que permita ajustar el precio del SPA a la realidad de la Target el día del cierre en función de su deuda, su caja y su fondo de maniobra.

(1) La cláusula de *R&W* recoge declaraciones realizadas por una de las partes, generalmente del vendedor, sobre el estado de ciertos hechos en el momento de la firma del contrato. Estas declaraciones aseguran la veracidad de determinadas circunstancias, como la titularidad de los activos, la situación financiera de la empresa o la inexistencia de litigios. Se tratan de riesgos ciertos e identificados que, en caso de tener que articular una reclamación, normalmente es necesario demostrar que la pérdida surgió debido a la falsedad de la declaración. En este caso concreto, EdM deberá probar la titularidad real de las participaciones que ostenta en cada una de las sociedades que afectan a la transacción, así como la efectiva titularidad de las concesiones portuarias que explota.

En el marco de actuación del Comprador, se recomienda la contratación de una póliza de seguro de *R&W*. El objetivo consiste en la eventual reparación de los daños sufridos por el Comprador en el caso de incumplimiento por parte del Vendedor de la cláusula de *R&W*. Como principio general, la cobertura otorgada no puede situar al asegurado en una posición económica más favorable que la situación preexistente al incidente por el que se presta la cobertura. En este sentido, para asegurar la correcta diligencia del tomador, se excluyen de la cobertura las contingencias identificadas y conocidas por las partes, declaraciones en materia de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, declaraciones sobre hechos futuros no verificables, obligaciones del vendedor sobre el curso ordinario del negocio en el periodo interino entre la firma y el cierre de la operación y modificaciones legislativas *a posteriori*.

(2) La cláusula de *indemnities* recoge compromisos en los que una de las partes, generalmente el vendedor, acepta compensar a la otra parte por pérdidas, daños o responsabilidades específicas que puedan surgir en el futuro. Las indemnizaciones se centran en riesgos particulares identificados por las partes para los cuales se acuerdan una cobertura explícita. En el caso de tener que articular una reclamación, simplemente bastará con indicar que el riesgo estaba explícitamente cubierto por la cláusula, sin necesidad de tener que probar la causalidad del daño sufrido. En este caso concreto, EdM deberá asegurar una indemnización adecuada en el caso de sufrir una resolución condenatoria de la CNMC por prácticas colusorias, así como en el caso de la eventual pérdida de la titularidad de las concesiones portuarias, ya que suponen el principal activo de la operación, al tratarse de la principal fuente de ingresos de la Target.

Partiendo del procedimiento sancionador instado por la CNMC contra el Vendedor, desarrollado *supra*, resulta pertinente que la indemnización principal se articule en cuanto a la eventual responsabilidad derivada del procedimiento para el Vendedor, de tal manera que cualquier multa o sanción económica queden cubiertas por la cláusula y quede asegurado, por una parte, que el Comprador no deberá hacer frente a las mismas bajo ninguna circunstancia y, por otra parte, evitar un cambio en la valoración de la Target que pudiese frustrar la operación.

Otro aspecto clave que se debe abordar en la cláusula de *indemnities* lo conforman las eventuales reclamaciones de resarcimiento por daños y perjuicios por terceras partes afectadas.

En este sentido, las reclamaciones de clientes y competidores afectados por las prácticas colusorias dictaminadas por la CNMC deberán ser asumidas de igual forma por el Vendedor. Por último, el Comprador deberá negociar con el Vendedor el alcance de la cláusula. El límite razonable y proporcionado al propósito de dicha cláusula se debe acordar en la restitución a la situación preexistente a los daños derivados como consecuencia de la materialización de los riesgos identificados por las partes y cubiertos en la cláusula.

(3) En cuanto a las condiciones suspensivas, en primer lugar, debemos establecer aquellas de carácter obligatorio, es decir, aquellas que de no cumplirse imposibilitarían la realización del objeto social y, por otro lado, las de carácter voluntario, es decir, aquellas que de no cumplirse podrían no afectar a la viabilidad de la Target, pero que incluimos en el SPA para proteger los intereses de nuestro cliente, el Comprador.

En el periodo entre la firma del SPA y el cierre de la operación, como regla general, el Comprador se hará cargo del cumplimiento de las condiciones suspensivas, tanto de las de carácter obligatorio como de las de carácter voluntario, mientras que el Vendedor asegurará el curso ordinario del negocio (*ordinary course of business*). Dentro de las condiciones suspensivas obligatorias, encontramos tres tipos de autorizaciones necesarias para asegurar la práctica del objeto social, concretamente, la gestión portuaria.

En primer lugar, la gestión portuaria es un sector que se define por tres factores fundamentales – interés público, esencialidad del servicio y tendencia monopolística – que, en su conjunto, hacen de la gestión portuaria un sector regulado. En consecuencia, resulta preceptivo obtener autorización por parte de la Administración Pública, necesaria para poder operar una zona o una serie de puertos en concreto, que deberá obtenerse de manera previa al cierre de la operación para asegurar la viabilidad del desarrollo del objeto social por parte del Comprador.

En segundo lugar, desde la óptica de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (en adelante, “LDC”), en virtud de su Artículo 8.1, si como consecuencia de la concentración (i) se alcance una cuota del 30% del mercado nacional o (ii) el volumen de negocios conjunto en España supere los 240 millones de euros en el último ejercicio contable, siempre que hubiesen superado los 60 millones euros ambas sociedades individualmente, deberá notificarse la operación a la CNMC de manera previa para que evalúe su impacto en el mercado. Atendiendo al Artículo 10 del mismo texto, la CNMC valorará las concentraciones económicas atendiendo a la posible obstaculización del mantenimiento de una competencia efectiva en todo o en parte del mercado nacional. La ejecución quedará suspendida hasta contar con la autorización tácita o expresa del organismo regulador.

En tercer lugar, analizando la naturaleza del Comprador, si se tratase de una inversión extranjera directa (*Foreign Direct Investment; FDI*), en virtud del Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre inversiones exteriores, sería necesario contar con la pertinente autorización. En el caso de que AC fuese un fondo de inversión constituido en el extranjero, se encuadraría como un FDI en virtud del Artículo 4. a): “*La participación en el capital de sociedades españolas, siempre que sea realizada por un inversor no residente que ostente o alcance, mediante esta operación, una participación igual o superior al 10 por ciento del capital social del emisor o de sus derechos de voto*”.

Para asegurar la certeza del cumplimiento de las condiciones suspensivas se fija un *long-stop date*, una fecha tope en la que las condiciones acordadas han de haber sido satisfechas para proceder al cierre de la operación, con el consiguiente pago del precio acordado por parte del Comprador al Vendedor como contraprestación de la sociedad Target objeto de la operación.

Para concluir, como condiciones suspensivas complementarias, de carácter voluntario, podría fijarse la necesidad de una resolución exculpatoria de la CNMC o la efectiva subrogación de AC en los derechos conferidos por las concesiones a EdM. Se tratan de medidas de protección adicionales que, si bien su exclusión o falta de cumplimiento no imposibilitan la realización del objeto social de la Target, aportan un mayor nivel de seguridad, complementario sobre las condiciones suspensivas obligatorias, para reforzar la certeza y la confianza entre las partes.

(4) Por último, existen dos mecanismos principales para fijar el precio del SPA, por un lado, el *locked-box* y, por otro lado, el *purchase price adjustment*. Por una parte, el mecanismo de ajuste de precio (*purchase price adjustment*), permite al Comprador protegerse mediante un recurso adicional, de tal manera que, el precio inicial pactado para la operación en el momento de la firma del SPA pueda ajustarse a los hechos que hayan tenido lugar hasta el momento del cierre, obteniendo una valoración adecuada, justa y realista de la Target. Este mecanismo permite que, en el momento del cierre, se elaboren los estados financieros de la Target en base a unos parámetros acordados previamente por las Partes, de tal manera que el precio de la compraventa represente la realidad más ajustada de la Target en el momento que se transmite el riesgo económico del rendimiento objetivo del negocio.

Por otra parte, el mecanismo *locked-box* equivale a fijar un precio fijo, invariable. Este sistema es común en operaciones de infraestructura, en compañías que destacan por la previsibilidad de sus *cash-flows* al contar con ingresos recurrentes. Con el objetivo de asegurar que el valor fijo invariable permanece siendo razonable entre el periodo de firma y cierre, las partes pactan que no podrá producirse ningún tipo de *leakage* por parte del Vendedor durante dicho periodo. Las principales fuentes de *leakage* son la distribución de dividendos o cualquier distribución no ordinaria, pagos intragrupo fuera del curso ordinario del negocio, renunciaciones a derechos o reclamaciones contra miembros del grupo del Vendedor o terceros y cambios en contratos comerciales entre la Target y el grupo del Vendedor.

La principal diferencia entre ambos mecanismos reside en el momento en el que se transmite el riesgo económico del rendimiento objetivo del negocio. Con el mecanismo de *locked-box*, el riesgo se transmitiría al Comprador en el momento de la firma del SPA, momento en el que se acuerda entre las Partes el valor de la Target y el Vendedor se compromete a no realizar ningún *leakage*. En cambio, con el mecanismo de *purchase price adjustment*, la transmisión se produce en el cierre, momento en el cual se realiza la valoración objetiva final de la Target, tomando en consideración todos los hechos ocurridos en el periodo interino entre la firma del SPA y el cierre de la operación.

En este caso concreto, al existir cierta incertidumbre en torno al proceso sancionador abierto contra EdM y la necesidad de obtener múltiples autorizaciones y concesiones para asegurar la práctica del objeto social, el Vendedor preferirá un mecanismo de *locked-box*, con el objetivo de protegerse contra futuros riesgos que puedan perjudicar la valoración de la Target, mientras que el Comprador debe optar por un mecanismo de *purchase price adjustment*, que le permita canalizar los riesgos que existen entre la firma y el cierre de la operación al último momento y reflejarlos en el precio final.

En concreto para el cliente, AC debe negociar y asegurar un mecanismo de ajuste de precio argumentando todas las circunstancias actuales que podrían materializarse en una valoración completamente contradictoria a la que pudiese realizarse en el momento de firmar el SPA. Teniendo en cuenta que la valoración de la Target prácticamente solo puede disminuir, a la vista de la situación actual de su matriz, hay que otorgarle una importancia casi condicional a que el precio de la compraventa se fije en el momento del cierre de la operación.

II. Propuesta de reorganización societaria para garantizar que la totalidad de la actividad objeto de adquisición sea controlada por Estrella Gestión Puertos, S.L.U.

En este apartado se propone la reorganización societaria de manera que la totalidad de la actividad objeto de adquisición quede bajo el control de la Target, considerando la oposición del Vendedor a realizar cualquier tipo de venta intragrupo y la necesidad de culminar el proceso entre la firma y el cierre de la operación. Se plantean estructurar un *carve in* mediante una aportación del socio único a la cuenta 118 de la Target.

El *carve in* consiste en que EdM, en su condición de socio único de la Target, transfiere la titularidad de los activos relacionados con la actividad de gestión portuaria, que actualmente se encuentran repartidos entre todas las sociedades del grupo, quedando todos integrados en el patrimonio de la Target. Esta opción se estructuraría mediante una operación societaria que consistiría en una aportación no dineraria, al tratarse de derechos, al patrimonio de la Target, quedando registrada en la cuenta 118 “*Aportaciones de socios o propietarios*”.

Atendiendo al Plan General Contable, la cuenta 118 incluye aquellos elementos patrimoniales entregados por los socios o propietarios de la empresa cuando actúen como tales, en virtud de operaciones no descritas en otras cuentas. Es decir, siempre que no constituyan contraprestación por la entrega de bienes o la prestación de servicios realizados por la empresa, ni tengan la naturaleza de pasivo. En particular, incluye las cantidades entregadas por los socios o propietarios para compensación de pérdidas.

La aportación no dineraria del socio único a la cuenta 118 de una de sus filiales deberá ser aprobada en los términos previstos en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “LSC”).

El primer paso consiste en la identificación de los activos afectados y de la sociedad del grupo que ostenta su respectiva titularidad. Podemos distinguir tres clases de activos fundamentales, (i) las concesiones portuarias (Bilbao y Casablanca, titularidad de EdM y de Estrella de Marruecos, S.L.U., respectivamente), (ii) los contratos de arrendamiento y prestación de servicios (Barcos Antón, S.L., titularidad de EdM) y (iii) los recursos humanos (contratos laborales de los empleados, celebrados con cada una de las sociedades del grupo). Será necesario realizar una valoración económica de los activos a transferir para garantizar que la aportación no dineraria respete los principios contables y se justifique adecuadamente.

El segundo paso radica en concentrar todos los activos mencionados *supra* en la sociedad matriz, EdM, para poder realizar la aportación a la cuenta 118 de la Target en su condición de socio único. El problema surge con la concesión del puerto de Casablanca, puesto que al ser titularidad de una sociedad filial que, a su vez, es una sociedad filial de la matriz, será necesario que “suba” hasta la matriz para poder aportarse a la Target. Para abordar y resolver dicho problema se plantean dos alternativas, en primer lugar, (i) distribución de dividendos con cargo a reservas a favor de la matriz, EdM, y, en segundo lugar (ii) una reducción de capital con

devolución de aportaciones. En cuanto a la primera alternativa, siendo la preferente, es factible bajo la asunción de que ambas sociedades cuentan con fondos suficientes en su patrimonio para realizar la distribución, en cumplimiento de los umbrales fijados en el Artículo 273.2 y 3 LSC.

"Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, sólo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social.

Se prohíbe igualmente toda distribución de beneficios a menos que el importe de las reservas disponibles sea, como mínimo, igual al importe de los gastos de investigación y desarrollo que figuren en el activo del balance".

El tercer paso, una vez concentrados en la sociedad matriz todos los activos objeto de la aportación, consiste en convocar una Junta General de la Target donde se levante un acta de decisiones del socio único donde EdM, en calidad de socio único de la Target, apruebe la aportación. No resultará necesario ni certificar dicha acta por una de las personas previstas en el Artículo 109 del Reglamento del Registro Mercantil (en adelante, “**RRM**”) con facultad certificante, ni elevar a público el acuerdo, ni inscribirse el mismo en el Registro Mercantil. El motivo reside en que, por una parte, el objeto de la aportación son derechos no participaciones, por lo que la transmisión no debe constar en escritura pública y, por otra parte, se trata de una operación enmarcada en distribuciones y aportaciones intragrupo.

A efectos informativos, el capital social de la Target no se verá incrementado como resultado del *carve in*, debido a que no se trata de una ampliación de capital, por lo que no se emiten participaciones nuevas como contraprestación a la aportación a la cuenta 118 de la Target.

En adición, por un lado, desde una perspectiva contable, la operación incrementará el patrimonio neto de la Target sin modificar su capital social, al no implicar una ampliación formal del mismo, y, por otro lado, desde una perspectiva fiscal, la aportación no deberá generar impuestos sobre transmisiones patrimoniales (ITP) ni sobre el incremento del patrimonio neto, aunque sí que deberá analizarse el impacto en el Impuesto sobre Sociedades de ambas entidades, para garantizar la aplicación del régimen de neutralidad fiscal, en virtud de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (en adelante, “**Ley TP-AJD**”), donde se reconoce que este clase de operaciones no quedan sujetas a ningún tipo de gravamen ni impuesto indirecto asociado a una ampliación de capital.

Por último, a efectos del análisis previo de *due diligence*, será necesario analizar las obligaciones derivadas de las posiciones contractuales de EdM en los contratos objeto del *carve in*. En particular, habrá que asegurar que no existe ningún tipo de cláusula de cambio de control o de terminación anticipada en favor de la otra parte, que pudiesen activarse como resultado de la operación. Cabe destacar la concesión del puerto de Marruecos que, de forma previa a su integración en el patrimonio de la Target, es objeto de un cambio de titularidad doble, primero al distribuirse a Estrella Mercancías, S.L.U. y, posteriormente, al distribuirse a EdM.

Sobre el párrafo anterior, desde la óptica regulatoria, el Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante, el Artículo 92, en referencia a la transmisión de concesiones, establece en su párrafo segundo que *"previa autorización de la Autoridad Portuaria, las concesiones podrán transmitirse por actos inter vivos, subrogándose el nuevo titular en los derechos y obligaciones derivados de la concesión. La Autoridad Portuaria podrá ejercer los derechos de tanteo y retracto en el plazo de tres meses"*.

Como regla general, en caso de existir alguna de las cláusulas anteriores, no deberían activarse como resultado del *carve in* ni como resultado de la concentración de los activos en la matriz, debido a que la operación se realiza entre sociedades del mismo grupo, por lo que la titularidad última de los activos sigue siendo la misma. En cambio, sí que debería activarse como resultado de la compraventa por AC, al tratarse de un titular ajeno al grupo del Vendedor. En ese caso, resultará necesario negociar y obtener garantía que asegure la efectiva subrogación de AC en las posiciones contractuales de la Target.

Una vez completada la aportación no dineraria, la Target será la titular de todos los activos relacionados con la actividad portuaria, lo que simplificará la transacción de compraventa. Este enfoque asegura respetar la voluntad del Vendedor de no querer realizar ninguna clase de venta intragrupo de activos y permite mantener la estructura societaria requerida por el Comprador. Este mecanismo nos permite incorporar activos al patrimonio de la Target de forma ágil y directa, evitando formalidades y mayores costes asociados a otras alternativas de modificación estructural, encajando a la perfección con las voluntades de las partes.

Atendiendo a la doctrina sobre esta modalidad de operaciones de *carve in*, la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado (en adelante, “DGRN”) de 9 de octubre de 2012 protege dicha práctica, estableciendo que las aportaciones a fondos propios de la sociedad a través de la cuenta 118 no se pueden considerar una ampliación de capital. En consecuencia, se omiten formalidades que permiten simplificar la operación, por ejemplo, al no ser obligatoria su inscripción en el Registro Mercantil, como sí lo supone en una ampliación de capital.

La Resolución Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (en adelante, “ICAC”) de 5 de marzo de 2019 establece los criterios para considerar una aportación de fondo como una aportación a la cuenta 118. (1) En primer lugar, definir la identificación de las partes, incluyendo el porcentaje de participación que ostenta la sociedad aportante sobre el capital social de la sociedad que recibe la aportación. (2) En segundo lugar, integrar de manera efectiva los activos en el patrimonio de la sociedad que recibe la aportación o, en su caso, registrar la condonación de la deuda correspondiente. (3) En tercer lugar, presentar justificación como medio de prueba del incremento de los fondos propios. (4) Por último, determinar una valoración correcta, ya sea del valor razonable de los activos transferidos, de la aportación en efectivo o del importe de la deuda condonada.

A efectos informativos, en el plano del Vendedor, la aprobación de las aportaciones corresponderá al órgano de administración de EdM, al tratarse de activos de carácter no esencial. La esencialidad de un activo se determina para aquellos activos que superan el 25% del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado, supuestos en los cuales corresponde a la Junta General aprobar la operación, en virtud del Artículo 160.f) LSC.

En materia laboral, sobre los recursos humanos asociados a la operación, es decir, los trabajadores dedicados a la gestión portuaria que deberán concentrarse en la Target, se debe articular una cesión de todos los contratos laborales, así como los contratos del equipo de alta dirección, de las personas encargadas y especializadas en la actividad de gestión portuaria, con el objetivo de concentrarse en EGP, como Target de la operación.

Atendiendo al Artículo 44 del Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores, en el supuesto de sucesión de empresas, *"el cambio de titularidad de una empresa, de un centro de trabajo o de una unidad productiva autónoma no extinguirá por sí mismo la relación laboral, quedando el nuevo empresario subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social"*

del anterior, incluyendo los compromisos de pensiones, en los términos previstos en su normativa específica, y, en general, cuantas obligaciones en materia de protección social complementaria hubiere adquirido el cedente".

La transferencia deberá formalizarse en un acuerdo celebrado entre las partes, EdM y EGP, donde se definan las obligaciones en materia laboral y de Seguridad Social, inicialmente satisfechas por EdM, en las que se subrogará EGP como nuevo titular de las mismas, con el objetivo de que, en última instancia, puedan ser asumidas por AC, como comprador de EGP.

En referencia a los deberes de información a los trabajadores, será necesario que EdM emita una comunicación por escrito dirigida a la totalidad de los trabajadores afectados exponiendo la fecha efectiva de la transferencia, la motivación del proyecto, la identidad de la nueva entidad empleadora, así como la estructura del nuevo equipo y los canales de contacto como medio de comunicación. Esta comunicación deberá ser igualmente trasladada a los representantes de los trabajadores atendiendo a la legislación laboral en vigor.

El propósito principal de este procedimiento consiste en asegurar la continuidad de las relaciones laborales, velando al mismo tiempo por los derechos y obligaciones en materia laboral y de seguridad social de los trabajadores que prestan servicios de gestión portuaria en las diferentes filiales del grupo de EdM en el momento de la integración en la Target.

Durante el período de transición y en virtud de la irretroactividad de los convenios colectivos, se mantendrá en vigor el convenio colectivo actual, en el que participa EdM junto con los representantes de los trabajadores, hasta que llegue a su vencimiento. Por otro lado, si la unidad productiva transferida mantiene su autonomía funcional, los representantes legales de los trabajadores conservarán su mandato y proseguirán realizando sus funciones sin alteraciones. No obstante, no queda excluida la posibilidad de realizar futuras negociaciones colectivas que puedan actualizar las condiciones laborales.

En relación con las modificaciones sustanciales de las condiciones de trabajo, atendiendo a la legislación laboral vigente, se establece que los trabajadores no podrán sufrir perjuicio alguno. Las condiciones laborales deberán permanecer invariables, conservando plenamente los derechos de los trabajadores, así como las obligaciones del empleador. En el caso de que surgiesen cambios sustanciales inevitables que afecten a las bases sobre los que se negociaron los contratos, los trabajadores tendrán el derecho de solicitar la rescisión de los mismos, sin perjuicio de la correspondiente acción de resarcimiento por daños y perjuicios.

En materia de responsabilidad en relación con las obligaciones pendientes, EdM y EGP asumirán una responsabilidad solidaria por un período de tres años. Esta responsabilidad incluirá las obligaciones laborales generadas antes de la transmisión, así como las relacionadas con la Seguridad Social y otras prestaciones acumuladas antes de la sucesión empresarial.

En conclusión, la operación deberá estructurarse en base a un *carve in* mediante una aportación no dineraria del socio único a la cuenta 118 de la Target, dado que asegura una integración más eficiente y evita implicaciones contractuales complejas. Entre las ventajas que presenta dicha modalidad, podemos destacar que no resulta necesaria la elaboración de un informe por el órgano de administración justificando la operación, la valoración de la aportación por un experto independiente, ni su formalización en escritura pública, al no tener la consideración de una ampliación de capital.

III. **Análisis del impacto del procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros, S.A. contra Estrella del Mar, S.A. y su incidencia en la operación.**

El procedimiento judicial por los daños ocasionados a la plataforma elevadora debe evaluarse como un pasivo potencial. Podría suponer una contingencia para el Comprador, en el caso de sentencia condenatoria, si la deuda no resultase efectivamente satisfecha con anterioridad a la transmisión de la propiedad. Existen dos clases de riesgos, un riesgo de subrogación de deuda y un riesgo de afectación patrimonial. En cuanto al primer riesgo, en el caso de no gestionarse correctamente, AC podría verse obligado a responder si se interpretase como una obligación inherente a los bienes adquiridos. En cuanto al segundo riesgo, podría afectar a la solvencia del activo adquirido si se materializase como una carga económica para EdM tras la adquisición.

En primer lugar, debemos fijar una serie de medidas "internas", reflejadas en el SPA y, en segundo lugar, establecer una solución "externa", que permita limitar la responsabilidad, concretamente, que el Vendedor contrate una póliza de seguro de responsabilidad civil, con el objetivo de garantizar solvencia ante una eventual sentencia condenatoria.

En cuanto a las medidas que deben recogerse en el SPA, debemos retroceder a la cláusula de *R&W*, con el objetivo de incluir una declaración y garantía por parte del Vendedor donde se declare la existencia del procedimiento judicial en cuestión, comprometiéndose a asumir íntegramente la eventual responsabilidad derivada del mismo, incluso con posterioridad a la celebración del SPA.

Como medida de garantía adicional, recomendamos al Comprador retener una parte del precio objeto del SPA en una cuenta de *escrow*, equivalente a los 36.000 euros del litigio hasta que el procedimiento judicial concluya favorablemente para EdM o se resuelva el pago de la deuda. En adición, se podrá establecer una nueva *indemnity* en favor del Comprador, donde el Vendedor se comprometa a asumir cualquier gasto, coste o daño adicional derivados del procedimiento judicial, así como sanciones o intereses.

Por último, en cuanto a los profesionales que deberían intervenir, se debería contar con seis profesionales principales por cada una de las áreas fundamentales en las que se estructura la operación:

- (1) Un abogado especializado en **Derecho Mercantil y Contractual**, encargado de redactar las cláusulas de protección del Comprador en el SPA, así como la negociación de las mismas con los abogados del Vendedor, asegurando el cumplimiento de la legislación mercantil española;
- (2) Un abogado especializado en **Litigación y Responsabilidad Civil**, encargado de analizar el procedimiento judicial instado por Generali contra EdM, así como la posibilidad de que la reclamación prospere y que impacto podría suponer sobre la estructura del Comprador;
- (3) Un abogado especializado en **Derecho de la Competencia**, encargado de analizar el procedimiento sancionador instado por la CNMC contra EdM, así como los umbrales, requisitos y cuestiones que deben respetarse como resultado de la operación en materia de legislación nacional e internacional sobre competencia;
- (4) Un abogado especializado en **Derecho Laboral**, encargado de analizar los contratos laborales entre las diferentes sociedades del grupo Vendedor con los empleados de la

división estratégica de gestión portuaria, así como su integración en el grupo Comprador;

- (5) Un abogado especializado en **Derecho Bancario y Project Finance**, encargado de articular la estructura financiera de la operación, como se va a financiar el pago del precio del SPA y como se deben integrar los activos y, en su caso, pasivos adquiridos en el grupo Comprador; y
- (6) Un abogado especializado en **Derecho Público y Administrativo**, encargado de tramitar y gestionar todas las licencias y concesiones pertinentes para asegurar la realización del objeto social, así como asegurar la correcta subrogación por parte del Comprador en los derechos del Vendedor.

En cuanto a la valoración estimada de los honorarios de los profesionales mencionados en el apartado anterior se deben presupuestar diferentes documentos:

(1) Redacción y negociación del SPA y del SHA	Entre 6.000 y 8.000 euros
(2) Análisis en materia de ligación y responsabilidad civil	Entre 2.000 y 4.000 euros
(3) Análisis en materia de Derecho de la Competencia	Entre 2.000 y 4.000 euros
(4) Análisis en materia laboral	Entre 4.000 y 6.000 euros
(5) Análisis en materia financiera	Entre 6.000 y 8.000 euros
(6) Análisis en materia regulatoria	Entre 4.000 y 6.000 euros

El pacto de socios (en adelante, el “**SHA**”) cobraría una vital importancia en el supuesto de que EdM decidiese no vender el 100% de su participación en la Target. En ese caso, habría que regular los derechos y obligaciones entre AC y EdM, el funcionamiento de la sociedad, la composición del órgano de administración e incluso las mayorías para la adopción de acuerdos entre los socios. Por supuesto, en ese caso, los honorarios serían muy superiores, teniendo en cuenta la negociación que conllevaría.

Con el objetivo de incentivar al Comprador y reforzar su confianza depositada en el despacho, se establece un *cap* máximo fijado en **20.000 euros**.

IV. Asesoramiento sobre la posibilidad de incluir una cláusula de no competencia en el contrato de compraventa por un período de 5 años y aplicable a la región del Mediterráneo.

Como último punto del encargo, para concluir el análisis, en aras de asegurar el correcto desarrollo del negocio por parte del Comprador en los años posteriores a la compraventa, se decide establecer una cláusula de no competencia para el grupo Vendedor. Desde la óptica del Derecho de la Competencia, los pactos de no competencia se categorizan como anticompetitivos y serán nulos de pleno derecho si impiden, restringen o falsean la competencia, produciendo efectos en todo en parte del mercado español, en virtud del Artículo 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de defensa de la competencia.

Atendiendo a la jurisprudencia del Tribunal Supremo, en la sentencia **STS de 18 de mayo de 2012**, se establece la validez de los pactos de no competencia "*salvo que, por su duración, su ámbito geográfico y su contenido excediese de lo razonablemente útil o conveniente para garantizar que el valor de las participaciones no se viera deteriorado por la actuación del transmitente*".

Posteriormente, el Alto Tribunal en la sentencia **STS de 9 de mayo de 2016**, se matiza que las obligaciones del vendedor se materializan en dos partes, por un lado, una obligación de hacer, "*el deber de comunicar al comprador los conocimientos e informaciones relativos a los procedimientos técnicos de producción y a las estructuras, sistemas y relaciones que configuran la organización comercial de la empresa, tales como los sistemas de ventas, las listas de clientes y proveedores, las estrategias comerciales en el mercado, las redes de distribución y comercialización, etc.*" y, por otro lado, una obligación de no hacer, "*abstenerse de llevar a cabo una actividad competitiva con la actividad de la empresa enajenada. El objetivo de esta obligación de no hacer no es otro que evitar que el vendedor sustraiga, retenga la clientela adquirida, u dificulte la generación de nueva clientela que la empresa transmitida está habilitada para generar en el momento de la transmisión*".

Con el objetivo de facilitar el análisis de la proporcionalidad de la duración y el ámbito geográfico delimitados en este supuesto, atendemos a la Sentencia de 4 de diciembre de 2015 de la Audiencia Provincial de Madrid, **SAP Madrid 350/2014**, donde se señalaron parcialmente nulas dos cláusulas de no competencia superiores a los 2 años, señalando que se aplica de manera análoga el límite legal máximo estipulado para los pactos de no competencia en materia laboral, en virtud del artículo 21.2 del Estatuto de los Trabajadores – 2 años. En conclusión, establecer una (i) duración de 5 años resulta desproporcionado en este supuesto, siendo la recomendación más razonable fijar dicha duración en 2 años, de acuerdo con la jurisprudencia y la legislación vigente. En relación con la extensión geográfica, ésta deberá fijarse y justificarse en base al efectivo interés industrial o comercial del grupo Comprador. En este caso, atendiendo a las concesiones portuarias objeto de la operación, situándose todas ellas entre el Mar Cantábrico y el Océano Atlántico, no resulta razonable estructurar la limitación en torno al Mar Mediterráneo, donde no se prevé el desarrollo de ninguna actividad a corto plazo. En conclusión, la limitación en el (ii) ámbito geográfico más adecuada debe encuadrarse en los puertos donde se concentre la actividad empresarial, Mar Cantábrico y Océano Atlántico Peninsular. Por último, el (iii) contenido del pacto solo debe cubrir la actividad de gestión portuaria y las actividades subyacentes e inherentes a la misma.

En el mismo sentido, atendiendo al Derecho Europeo, la **Comunicación 2005/C56/03** de la Comisión establece una serie de requisitos para la validez de una cláusula de no competencia aplicables al marco de una operación de compraventa. En primer lugar, quedará justificada una (i) duración de hasta 3 años se incluye tanto el fondo de comercio como los conocimientos técnicos en el objeto de la compraventa y de hasta 2 años si solo se transmite el fondo de comercio, es decir, los clientes. En segundo lugar, el (ii) ámbito geográfico debe limitarse a la zona donde el vendedor viniese operando con anterioridad a la operación, permitiendo añadirse los territorios parte de un plan de expansión del vendedor, siempre que haya evidencia de inversiones. En tercer lugar, en cuanto al (iii) contenido, por una parte, los productos y servicios deben limitarse a los que constituyesen la actividad económica del vendedor y, por otra parte, podrá aplicar a la sociedad matriz, sus filiales e incluso a nivel de personal.

En conclusión, de nuevo, la cláusula propuesta por el Comprador resulta excesiva. Será necesario reducir la duración y el ámbito geográfico para adecuarse a la legislación europea, limitándose temporalmente a 2 años y geográficamente al Mar Cantábrico y Océano Atlántico.

Loring Abogados, S.L.P

Paseo de la Castellana 1

28046 Madrid, España

En atención de

Estrella del Mar, S.A.

En Madrid, a 18 de diciembre de 2024.

Confidencialidad y Limitación de Responsabilidad

El presente informe de *Due Diligence* (el "Informe") ha sido elaborado por **Loring Abogados, S.L.P** (el "Despacho") exclusivamente para el cliente **Estrella del Mar, S.A.** (el "Cliente") en el contexto de la potencial operación mercantil entre el Cliente y Estrella Gestión de Puertos, S.L.U. (la "Operación"). Este Informe se entrega con fines informativos y de apoyo a la toma de decisiones del Cliente, y no debe interpretarse, en ningún caso, como una recomendación de llevar a cabo la Operación.

Carácter Confidencial

El contenido de este Informe es estrictamente confidencial y se encuentra protegido por la relación abogado-cliente. Su divulgación, reproducción, distribución o uso por parte de terceros, sin el consentimiento previo y por escrito del Despacho, está expresamente prohibido. El Cliente se compromete a adoptar las medidas necesarias para garantizar que esta información no sea divulgada ni utilizada de forma inapropiada por terceros.

Limitación de Alcance

El alcance del presente Informe se ha definido de conformidad con las instrucciones expresas proporcionadas por el Cliente y se basa en la información y documentación facilitada hasta la fecha de emisión del mismo. El Despacho no asume responsabilidad alguna por la exactitud, veracidad, suficiencia o integridad de la información proporcionada por terceros o por la falta de información relevante no revelada por estos.

Limitación de Responsabilidad

El Despacho no garantiza ni asegura la viabilidad comercial, económica o financiera de la Operación ni la existencia de riesgos no identificados en el Informe. Este documento se basa en la información disponible en el momento de su elaboración y está sujeto a posibles actualizaciones si se recibe nueva información relevante. La responsabilidad del Despacho se limita estrictamente a la prestación de servicios de asesoría legal y no se extiende a ámbitos financieros, contables, fiscales o de cualquier otra naturaleza.

Exclusión de Terceros

Este Informe está destinado únicamente al Cliente y no podrá ser utilizado ni invocado por terceros. El Despacho no asume responsabilidad alguna frente a terceros que puedan acceder a la información contenida en este Informe, ya sea con o sin autorización del Cliente.

Declaración Final

El Cliente reconoce y acepta que la información contenida en el presente Informe está sujeta a los términos y condiciones aquí expuestos. Cualquier decisión que el Cliente adopte en relación con la Operación es de su exclusiva responsabilidad, sin que el Despacho asuma responsabilidad alguna por las consecuencias derivadas de tales decisiones.

INFORME DE DUE DILIGENCE

Antecedentes de Hecho

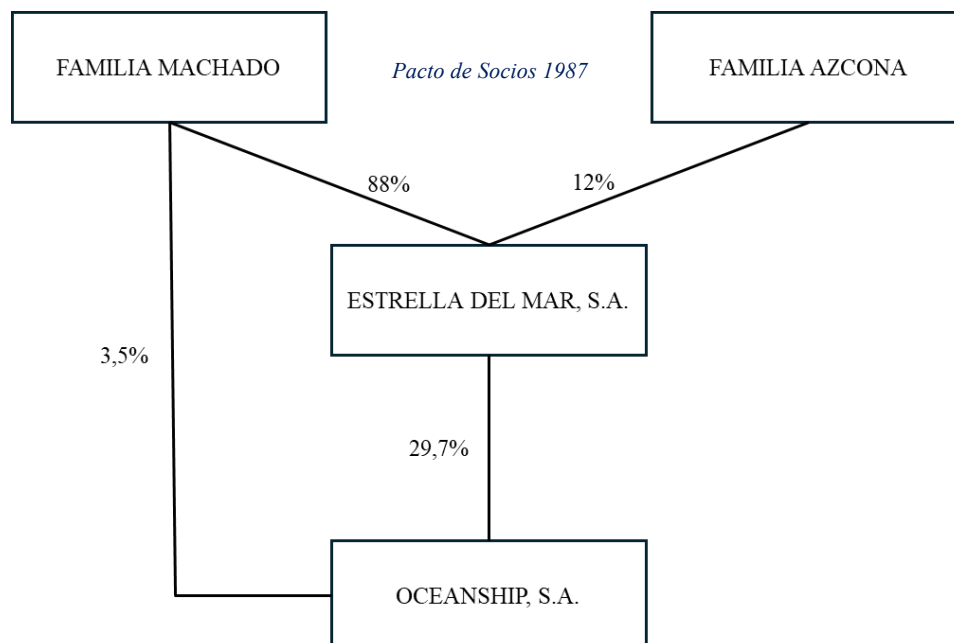
El equipo directivo de Estrella del Mar, S.A. plantea la posibilidad de adquirir una participación minoritaria del 29,7% en OceanShip, S.A., empresa cotizada española con sede en Barcelona y líder en el transporte de mercancías en el Mediterráneo. Esta operación estaría impulsada por la familia Machado, uno de los accionistas de control de Estrella del Mar, S.A., que ya posee indirectamente un 3,5% de OceanShip, S.A. a través de una sociedad patrimonial. Ante esta situación, se solicitó evaluar si la compraventa pudiera realizarse sin la obligación de lanzar una oferta pública de adquisición (en adelante, "OPA") obligatoria, y en caso contrario, determinar bajo qué condiciones y porcentaje sería factible. Se mencionó también que OceanShip, S.A. planea lanzar un programa de recompra de acciones que podría reducir su capital en circulación, con posibles implicaciones para la operación de Estrella del Mar, S.A.

En el marco de estas negociaciones, surgió la posibilidad de una fusión entre OceanShip, S.A. y Estrella del Mar, S.A., en la que la primera absorbería a la segunda. Según los cálculos preliminares, la familia Machado alcanzaría el control de aproximadamente el 57% de la nueva sociedad fusionada. Se solicitó valorar la posibilidad de articular la fusión sin necesidad de lanzar una OPA obligatoria, así como establecer un calendario y los principales pasos del proceso desde la perspectiva del derecho societario y de mercado de valores. Otro aspecto relevante fue la existencia de un pacto de accionistas firmado en 1987 entre la familia Machado y la familia Azcona, que exige el voto favorable de esta última para aprobar modificaciones estructurales. A pesar de las sucesivas modificaciones estatutarias, el pacto nunca ha sido alterado, y la familia Azcona mantiene su derecho de veto sobre operaciones de esta naturaleza.

Posteriormente, la familia Machado impulsó la fusión y logró su aprobación en la Junta General de Estrella del Mar, S.A., a la que la familia Azcona no asistió debido a su reiterada oposición, la cual constaba en actas de las reuniones del Consejo. Tras la aprobación de la fusión, la familia Azcona notificó a la familia Machado su intención de emprender acciones legales, alegando la nulidad de la fusión por incumplimiento del pacto de accionistas. Argumentaron, además, la existencia de un conflicto de intereses de la familia Machado, debido a su presencia en el Consejo de Administración de OceanShip, S.A., y afirmaron que la operación carecía de justificación económica, siendo una maniobra para controlar OceanShip, S.A. y diluir la participación de la familia Azcona. Se solicitó entonces evaluar la viabilidad de estas acciones legales y su posible impacto en la validez de la fusión, con especial atención a la diferencia entre si la fusión ya había sido inscrita en el Registro Mercantil o no.

Finalmente, con la fusión ya implementada, la nueva sociedad resultante gozó de gran éxito en el mercado. En este contexto, el Consejo de Administración exploró opciones para ofrecer a los accionistas una retribución atractiva, con el objetivo de captar la atención de grandes inversores institucionales. Los bancos asesores sugirieron instaurar un esquema de *scrip dividend* que permitiera a los accionistas elegir entre recibir el dividendo en metálico o en forma de acciones de la sociedad por un valor equivalente. Se solicitó asesoramiento para la implementación de este mecanismo y la determinación de la opción que operaría por defecto en caso de que un accionista no expresara su preferencia. La familia Azcona, por su parte, mostró una firme oposición a esta propuesta, alegando que el derecho a recibir el dividendo en metálico constituye un elemento esencial del contrato de sociedad, lo que reflejaron en una carta de protesta dirigida a la oficina del accionista.

Estructura Potencial Adquisición Minoritaria



Estructura Potencial Fusión



Objeto y Fundamentos de Derecho

El encargo para asesorar a Estrella del Mar, S.A. se centra en la evaluación y gestión de una potencial operación de adquisición de una participación minoritaria en OceanShip, S.A. (en adelante, “OS”), así como en la exploración de una posible fusión con dicha empresa. Este documento abordará las siguientes áreas clave:

- I. **Evaluación de la Obligación de OPA** | Analizar si la operación de compraventa de una participación del 29,7% en OceanShip, S.A. puede realizarse sin desencadenar la obligación de lanzar una OPA obligatoria. En caso contrario, se deben exponer las condiciones bajo las cuales podría articularse la compraventa y el porcentaje correspondiente.
- II. **Impacto del Programa de Recompra de Acciones** | Evaluar las consecuencias para Estrella del Mar, S.A. en caso de que OceanShip, S.A. lance un programa de recompra de acciones que podría afectar hasta un 1% del capital en circulación.
- III. **Fusión Potencial con OceanShip** | Explorar la posibilidad de una fusión por la cual OceanShip, S.A. absorba a Estrella del Mar, S.A., asegurando que la familia Machado no tenga que lanzar una OPA obligatoria. Se deben detallar los requisitos necesarios, el calendario y los pasos principales desde el punto de vista del derecho societario y del mercado de valores.
- IV. **Conflicto con la Familia Azcona** | Evaluar el impacto de las acciones legales anunciadas por la familia Azcona, que incluyen la anulación del acuerdo de fusión y reclamación de daños, alegando conflicto de interés y falta de justificación económica. Se debe analizar la viabilidad de estas acciones y su posible efecto sobre la validez de la fusión, distinguiendo si ésta ya se ha inscrito o no.

I. Evaluación de la posibilidad de articular la operación de toma de participación en OceanShip, S.A. sin incurrir en la obligación de lanzar una OPA obligatoria.

Ateniendo al Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, "**RD OPAs**"), en virtud del Artículo 3.1.a), tendrá la obligación de lanzar una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad.

El Artículo 4.1.a) establece que se considera participación de control si se alcanza un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100. En el caso de llevarse a cabo la operación, la familia Machado ostentaría, por un lado, una participación directa del 3,5% de OS y, por otro lado, una participación indirecta del 26,14% de OS (88% del 29,7%), lo que resultaría en una participación efectiva total del 29,64%. En conclusión, a priori, la operación podría llevarse a cabo sin necesidad de lanzar una OPA por el total de las acciones de OS al situarse por debajo del umbral del 30%. Debe tenerse en cuenta que el umbral del 30% ha sido calculado asumiendo que no existe autocartera de OS.

En el caso de que el Consejo de Administración de OS lanzase un programa de recompra de acciones de hasta el 1% de las acciones, en virtud del Artículo 7.4, será necesario recalcularse el umbral del 30%. *“Si, como consecuencia de las variaciones en la autocartera, algún accionista llegara a alcanzar cualquiera de los porcentajes de derecho de voto señalados en el Artículo 4, dicho socio no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de tales porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social. La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la comunicación por la sociedad de las variaciones en su autocartera y le será de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo”*.

En primer lugar, debemos recalcularse el umbral para EdM, es decir, su participación del 29,7% equivaldría a una participación de control efectivo del 30%. En conclusión, por un lado, en el caso de que el programa de recompra de acciones se llevase a cabo con anterioridad a la adquisición de la participación, EdM estaría obligado a lanzar una OPA por el total de las acciones de OS y, por otro lado, en el caso de que el programa de recompra de acciones se llevase a cabo con posterioridad a la adquisición de la participación, EdM contaría con un plazo de 3 meses desde la notificación de la variación de autocartera para, o bien lanzar una OPA por el total de las acciones de OS, o bien para enajenar el número de acciones necesarias para disminuir su participación de control efectivo por debajo del 30%.

En segundo lugar, en el caso de que la participación de control efectivo de EdM no alcanzase el umbral del 30%, sería necesario recalcularse el umbral para la familia Machado, ya que también ostenta acciones por otras vías ajenas a EdM. La participación directa del 3,5% equivaldría a una participación del 3,535%, mientras que la participación indirecta del 88% de 29,7% equivaldría al 88% de 30%, es decir, un 26,4%, lo que resultaría en una participación de control efectivo total del 29,94%. En conclusión, en el supuesto subsidiario, no resultaría necesario para la familia Machado lanzar una OPA por el total de las acciones de OS como resultado de la adquisición de la participación.

En conclusión, la obligatoriedad del lanzamiento de una OPA por parte de la familia Machado como resultado de la operación de adquisición de la participación del 29,7% de OS vendría determinada por la efectividad de la propuesta del programa de recompra de acciones.

II. Valoración de la posible fusión entre OceanShip, S.A. y Estrella del Mar, S.A., con análisis de la posibilidad de evitar una OPA obligatoria y los requisitos a cumplir.

El Artículo 8 recoge una enumeración *numerus clausus* sobre los supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control. El apartado (g) rige que, *"en caso de fusión, 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 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."*

Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores 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".

El primer punto a discutir sobre el apartado (g) es su ámbito de aplicación. Al referirse a las sociedades afectadas en plural, significa que la exención aplicaría tanto a los accionistas de la sociedad absorbente como a los accionistas de la sociedad absorbida, siempre y cuando se cumpla el requisito de no haber votado a favor en su respectiva Junta General.

En este caso, la familia Machado asume una doble posición, por un lado, como accionista mayoritario de EdM (88%) y, por otro lado, como accionista minoritario de OS (3,5%). Resulta una obviedad que es necesario el voto a favor de la familia Machado en la Junta General de EdM para llevar a cabo la fusión, en virtud del Artículo 201.2 LSC, por el que se requiere, para aprobar cualquier modificación estructural, mayoría absoluta en primera convocatoria con al menos el 50% del capital presente o representado o mayoría de dos tercios en segunda convocatoria con al menos el 25% del capital presente o representado. En cambio, con respecto a la Junta General de OS, el voto a favor de la familia Machado no es necesario desde su posición de accionista minoritario. Es cierto que resultaría contradictorio votar a favor en una de las Juntas y en contra en la otra para un mismo proyecto, por lo que la opción más coherente, asegurando el cumplimiento de las exigencias del apartado (g), resultaría en la abstención de la familia Machado en la votación de la Junta General de OS.

La clave fundamental del asunto para asegurar la exención de la obligación de formular una OPA por la totalidad de las acciones de la sociedad resultante va a consistir en justificar el objetivo industrial o empresarial de la fusión, de tal manera que se argumente que el resultado de la obtención de una participación de control se trata de una consecuencia inevitable y supeditada al auténtico propósito de la operación, el propósito industrial o empresarial. El informe elaborado por el experto independiente tendrá la función de validar dicho propósito y legitimar la exención de obligaciones para la familia Machado.

El enfoque debe centrarse en la sinergia que nace como resultado de la fusión y el beneficio que supone para el conjunto de los accionistas de las sociedades afectadas. Desde una perspectiva operativa, se tratan de dos sociedades líderes en sus respectivos campos con dos modelos de negocio compatibles y escalables. Las posibilidades de crecimiento y expansión que ofrece la fusión son motivación suficiente para justificar el interés de ambas sociedades en que se lleve a cabo la operación. El informe de elaborado por el experto independiente deberá contener proyecciones numéricas factibles que prueben de manera fehaciente el lucro cesante que supondría no atender el interés industrial o empresarial de la operación.

Por último, es importante atender al propósito de la norma. En este caso, la normativa en materia de OPAs, lo que busca es la protección del inversor minoritario, quien no puede verse obligado a colocarse en una posición menos favorable como consecuencia de una operación patrocinada por el inversor mayoritario. En este supuesto, el valor de la inversión de la familia Azcona en EdM no se sufriría ningún tipo de perjuicio, pasando a formar parte de una nueva sociedad donde poder beneficiarse en términos de capitalización y con una vía de salida rápida y líquida, al tratarse de una sociedad cotizada. La salida que se pretende ofrecer al inversor minoritario de una sociedad absorbida como consecuencia de la obligación de lanzar una OPA obligatoria queda correctamente satisfecha en el marco de la operación de fusión.

A continuación, se detallará un calendario con los principales pasos para llevar a cabo la fusión, atendiendo a la legislación mercantil vigente (LSC; RD OPAs y Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, entre otras, en materia de modificaciones estructurales, en adelante, “**RD LME**”).

- (1) **Proyecto común de fusión.** En primer lugar, atendiendo al Artículo 39 RD LME, los administradores de EdM y los administradores de OS elaborarán un proyecto común de fusión. El proyecto deberá ser aprobado por la Junta General, tanto de la sociedad absorbente como de la sociedad absorbida, dentro de los 6 meses siguientes a su fecha de elaboración. El contenido del proyecto deberá incluir la información listada en el Artículo 40 RD LME. Si OS decidiese financiar la operación con deuda contraída en los 3 años anteriores deberá detallar los recursos y plazos de satisfacción de los mismos, en virtud del Artículo 42 RD LME.
- (2) **Informes de expertos independientes.** En segundo lugar, atendiendo al Artículo 41 RD LME, los administradores tanto EdM como OS, al tratarse de sociedades anónimas, deberán solicitar el Registro Mercantil la designación de expertos independientes y distintos para que, por separado, emitan informe sobre el proyecto común de fusión. El contenido del informe deberá exponer los métodos seguidos por los administradores para establecer el tipo de canje de las acciones y determinar si el patrimonio de las sociedades que se extinguen es igual, al importe del aumento del capital de la sociedad absorbente.
- (3) **Balance de fusión.** En tercer lugar, atendiendo al Artículo 43 RD LME, EdM deberá elaborar un balance cerrado con posterioridad al primer día del tercer mes precedente a la fecha del proyecto de fusión, siempre y cuando no se hubiese cerrado el último balance de ejercicio en los 6 meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión, en cuyo caso bastaría con el mismo. En el caso de OS, al tratarse de una sociedad cotizada, el balance de fusión podrá ser sustituido por el informe financiero semestral, siempre y cuando dicho informe hubiese sido cerrado y publicado dentro de los 6 meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión. En virtud del Artículo 44 RD LME, deberán ser aprobados por la Junta General y verificados por el auditor de cuentas, si aplicase.
- (4) **Información a los accionistas.** La Junta General de ambas sociedades deberán publicar en su página web, respectivamente, toda la información requerida por el Artículo 46 RD LME, incluyendo cuentas anuales de los 3 últimos ejercicios, balance de fusión, estatutos sociales, composición del órgano de administración y, por último, convocatoria de la Junta General con un mes de antelación.
- (5) **Junta General de Accionistas.** Cada una de las sociedades celebrará su respectiva Junta General donde deberá aprobarse el acuerdo de fusión por las mayorías reforzadas recogidas en el Artículo 201.2 LSC mencionado *supra*.

(6) **Elevación a público del acuerdo de fusión.** El acuerdo de fusión deberá ser formalizado en escritura pública, incorporando, en el caso de EdM, el balance de fusión y, en el caso de OS, el informe financiero semestral, además de las modificaciones estatutarias de OS y el número, clase y serie de las acciones que hayan de ser atribuidas a cada uno de los nuevos socios; Artículo 50 RD LME.

(7) **Inscripción del acuerdo de fusión.** La eficacia de la fusión se producirá con la inscripción de la fusión por absorción en el Registro Mercantil del domicilio de la sociedad absorbente, en este caso OS, en virtud del Artículo 51 RD LME.

Resulta necesario atender a los Estatutos Sociales de las sociedades participantes y, subsidiariamente, a las disposiciones de la LSC, de tal forma que se respeten los derechos y obligaciones de los socios. Se debe asegurar que la Junta General está válidamente constituida, que se alcanza la mayoría necesaria para la adopción del acuerdo – mayoría absoluta en primera convocatoria o dos tercios del capital social en segunda convocatoria – de tal manera que se pueda proceder a su protocolización y posterior inscripción en el Registro Mercantil, momento a partir del cual el acuerdo deviene plenamente eficaz. En conclusión, estipulando una duración aproximada de 2 semanas para cada una de las fases, se puede fijar una duración total de 14 semanas para llevar a cabo la operación de fusión. Fecha orientativa: **31 de marzo de 2025**.

III. **Análisis del impacto del pacto de accionistas de 1987 entre las familias Machado y Azcona; valoración del riesgo de impugnación de la fusión por parte de la familia Azcona y su posible impacto en la operación.**

En referencia al pacto de socios celebrado entre la familia machado y la familia Azcona, existe un amplio debate sobre la oponibilidad de los pactos parasociales y sobre la posibilidad de impugnación de un acuerdo social en base al incumplimiento de un pacto parasocial. Partiendo de la regulación de la LSC, el Artículo 204.1 establece que *"son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o al reglamento de la junta de la sociedad o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. La lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios".*

Mediante este cauce, al no contravenir ni la ley ni los estatutos sociales, solo sería viable encuadrar una impugnación a través de la vía de lesión del interés social, como resultado de un acuerdo impuesto abusivamente por el accionista mayoritario. Como línea de argumento de defensa ante esta posibilidad, por una parte, habrá que justificar la necesidad razonable de la operación para la sociedad y, por otra parte, que no se produce un detrimento injustificado del socio minoritario.

En primer lugar, sobre la necesidad razonable de la operación para EdM, se debe seguir la misma línea de argumentación empleada en justificar la exención del Artículo 8 RD OPAs, es decir, el objetivo industrial o empresarial de la operación. De nuevo, un objetivo industrial o empresarial basado en un plan de acción factible y asumible (desde una perspectiva legal y financiera) con unos resultados positivos y realistas parece razón suficiente para *responder a una necesidad razonable de la sociedad*. Por lo tanto, el informe elaborado por un experto independiente tendrá el objetivo de materializar las potenciales sinergias de la operación, de tal manera que queden justificados los beneficios que ambas sociedades experimentarán como resultado de la fusión, lo que se traduce en valor adicional para todos los accionistas.

En segundo lugar, sobre el detrimento injustificado de los demás socios, se deben asegurar dos resultados para el inversor minoritario como consecuencia de la fusión. Por un lado, (i) que su posición como accionista de la sociedad resultante no sea desfavorable con respecto a su posición actual como accionista de EdM, tanto desde una perspectiva económica a nivel del valor de su participación, como desde una perspectiva contractual a nivel de derechos en los estatutos sociales y demás pactos que rijan la relación entre los accionistas de la sociedad resultante. Por otro lado, (ii) que existan medios para ofrecer una vía salida ágil y adecuada como medida de protección en el caso de que la operación no cumpla las expectativas proyectadas. En el caso de seguir adelante con la operación, el accionista minoritario se podría beneficiar de la liquidez que ofrecen las sociedades cotizadas, concretamente, por la libre transmisión de participaciones que opera por defecto en este tipo de sociedades y la agilidad procedimental que ofrece, al disponer de un precio que fluctúa según el mercado, sin necesidad de probar su valor adecuado en el momento de la transmisión ni demás obligaciones contempladas en la LSC para el resto de clases de sociedades de capital.

En tercer lugar, la impugnación de un acuerdo social basado en el incumplimiento de un pacto parasocial suscrito por todos los socios de la sociedad (*omnilateral*) se fundamenta en la ruptura de la regla de inoponibilidad. Esta regla, que generalmente impide que los pactos parasociales sean oponibles a la sociedad, se desmorona cuando las partes del pacto y del contrato de sociedad coinciden. En tales casos, la lógica jurídica sugiere que no puede apelarse a la separación formal de ambos cuerpos de reglas para justificar el incumplimiento. La jurisprudencia y la doctrina han avanzado en la dirección de considerar que los pactos parasociales son oponibles a la sociedad cuando todos los socios forman parte de ellos, es decir, en supuestos de omnilateralidad. Esto se debe a que, en tales circunstancias, la sociedad no puede considerarse un tercero ajeno e independiente.

La impugnación de un acuerdo social por violación de un pacto parasocial se justifica por la coincidencia subjetiva de las partes y la equivalencia objetiva de los resultados que se obtendrían por la vía del derecho de obligaciones y del derecho de sociedades. En esencia, la impugnación se basa en el principio de que nadie debe poder conseguir por la vía societaria más de lo que puede conseguir por la vía obligacional. La infracción de un pacto parasocial suscrito por todos los socios revela una desconsideración de sus intereses y, por tanto, resulta contraria al interés social. Este enfoque se alinea con la doctrina que considera que cualquier acuerdo que contravenga un pacto suscrito por todos los socios es contrario al interés social, ya que beneficia a los accionistas que lo incumplen en perjuicio de los que reclaman su cumplimiento [*vid.* Cándido Paz-Ares – *El Enforcement de los Pactos Parasociales*, 2003].

Por último, atendiendo al momento temporal en el que se celebra el pacto de socios, desde un análisis legislativo, la Ley 26/2003, de 17 de julio, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, rige en su Artículo primero, por el que se modifica, entre otros, el Artículo 112 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, estableciendo que la celebración de un pacto parasocial en las sociedades anónimas cotizadas, entendido como aquel que regula el ejercicio del derecho de voto en la Junta General, habrá de ser comunicado con carácter inmediato a la propia sociedad y a la CNMV y deberá ser depositado en el Registro Mercantil en el que la sociedad esté inscrita.

“En tanto no tengan lugar las comunicaciones, el depósito y la publicación como hecho relevante, el pacto parasocial no producirá efecto alguno en cuanto a las referidas materias, sin perjuicio de la restante normativa aplicable.”

En adición, la Disposición Transitoria Tercera establece que dichas acciones de publicidad establecidas en el Artículo 12 deberá realizarse “*en el plazo máximo de tres años desde que la presente ley entre en vigor*”. En consecuencia, en el supuesto de que saliese adelante la fusión, convirtiéndose la sociedad resultante en una sociedad anónima cotizada, teniendo en cuenta que el pacto de socios se celebró en 1987 y asumiendo que las acciones previstas en la ley nunca se llevaron a cabo, el pacto de socios carecería de validez por lo que la familia Machado no podría impugnar el acuerdo amparándose en el pacto en cuestión.

En conclusión, la clave para que la familia Machado pueda impugnar el acuerdo de fusión al amparo del pacto de socios reside en si el acuerdo fusión ya ha sido inscrito o no. Como ya se ha indicado *supra*, la eficacia de la fusión se condiciona al momento de su inscripción, momento a partir del cual EdM queda integrada en el patrimonio de OS convirtiéndose en una sociedad anónima cotizada y, siendo de aplicación las disposiciones de la Ley 26/2003, el pacto de socios deviene ineficaz.

Una vez inscrita la fusión la sociedad resultante sería cotizada, siéndole de aplicación las disposiciones anteriores, por lo que, en consecuencia, el pacto de socios devendría ineficaz. Para invalidar el acuerdo de fusión por incumplimiento del pacto parasocial debe articularse con anterioridad a la inscripción de la fusión, mientras EdM continúa sin cotizar, para el pacto mantenga su eficacia.

IV. Asesoramiento para la implementación de un esquema de *scrip dividend* y análisis de la viabilidad jurídica de establecer una opción por defecto para los accionistas.

El sistema *scrip dividend* ofrece a los accionistas la posibilidad de decidir si quieren recibir toda o parte de su remuneración en acciones nuevas o toda o parte de su remuneración en efectivo. Se trata de una estrategia que busca conciliar los intereses de la Sociedad y de los accionistas, ofreciendo una solución al tradicional conflicto entre la retención de beneficios por parte de la Sociedad y la distribución de dividendos en efectivo para los accionistas.

El sistema se instrumenta a través de un aumento de capital liberado con cargo a reservas y de un pago de dividendo en efectivo. Todos los accionistas reciben un derecho de asignación gratuita por cada una de las acciones que ostentan en la fecha de referencia. Por una parte, en el caso de querer percibir acciones nuevas, la Sociedad determina el número de derechos de asignación gratuita necesarios para obtener una de las acciones nuevas. Por otra parte, en el caso de querer percibir la remuneración mediante el cobro de dividendo a cuenta en efectivo, es necesario renunciar expresamente a cada uno de los derechos de asignación gratuita. Por último, la opción que permite combinar ambas alternativas consiste en vender parte de los derechos de asignación gratuita en el mercado, de tal manera que se percibirá, por un lado, efectivo como resultado de la compraventa de los derechos y, por otro lado, acciones nuevas como resultado de ampliación de capital.

La complejidad de este sistema desde la óptica jurídica surge dependiendo de si la operación se articula como una ampliación de capital pura con cargo a reservas o como una alternativa mixta que combine distribución de dividendos y aumento de capital. Por lo general, la mayor controversia nace sobre quien tiene derecho a percibir las acciones o el dinero, desde un análisis en materia de derechos reales, cuando la propiedad y el uso no convergen en la misma persona.

En términos generales, este sistema permite a las sociedades cotizadas reforzar su capitalización, alcanzando los exigentes ratios de solvencia y liquidez previstos para este tipo de sociedades en los mercados de capitales en España. La mecánica del sistema permite reducir

el efectivo que se distribuye a los accionistas mientras que, de manera simultánea, se aumenta el capital social de la sociedad por un importe equivalente al resultado de multiplicar el número de derechos de asignación gratuita ejercidos por el valor de la acción en el momento del cierre del *last trading date*, definido *supra*. En consecuencia, se trata de un gran sistema para reinvertir parte de los beneficios generados en el ejercicio en la sociedad, respetando los intereses de los accionistas. Concretamente, permite al accionista fortalecer su posición accionarial sin necesidad de realizar ninguna clase de aportación y, en materia fiscal, se trata de una operación no sujeta al IRPF al no considerarse como una retribución en efectivo, posponiendo la tributación al momento de enajenación de las nuevas acciones.

A continuación, se detallará un calendario con los principales pasos para llevar a cabo la implementación del *scrip dividend*, atendiendo a la legislación mercantil vigente, a la LSC.

- (1) Consejo de Administración. En virtud del Artículo 253 LSC, corresponde al Consejo de Administración la formulación de las cuentas anuales del ejercicio, en el plazo máximo de 3 meses contados a partir del cierre del ejercicio social, incluyendo la propuesta de aplicación del resultado que incluirá un informe detallado sobre el sistema de retribución a los accionistas. Fecha orientativa: **31 de marzo 2025**.
- (2) Junta General de Accionistas. Atendiendo a los Artículos 160.a) y 272.1 LSC, corresponde a la Junta General la aprobación de las cuentas anuales, la aplicación del resultado y la aprobación de la gestión social dentro de los 6 primeros meses de cada ejercicio (Artículo 164.1 LSC). Fecha orientativa: **30 de junio 2025**.
- (3) Desde la celebración de la Junta General, los administradores contarán con un plazo de 10 días naturales para (i) la fijación del número de derechos de asignación gratuita necesario para recibir una nueva acción, partiendo de la base de que 1 acción concede 1 derecho de asignación gratuita, y para (ii) la fijación del importe del dividendo a cuenta bruto por acción. Fecha orientativa: **10 de julio 2025**.
- (4) Obligación de información: (i) comunicación del número de derechos necesarios y del importe del dividendo y (ii) publicación del anuncio de la ejecución del aumento de capital en el Boletín Oficial del Registro Mercantil. Como consecuencia, se trata del último día en el que las acciones de la Sociedad se negocian en el mercado con derecho a participar en el sistema de retribución flexible, lo que se conoce como “*last trading date*”. Fecha orientativa: **20 de julio 2025**.
- (5) A partir del día siguiente a la publicación del anuncio, las acciones de la Sociedad comienzan a negociarse en el mercado sin derecho a participar en el sistema de retribución flexible, lo que se conoce como “*ex-date*”. A partir de esta fecha, los accionistas contarán con un plazo de 10 días naturales para negociar los derechos de asignación gratuita en el mercado y decidir por qué fórmula optarán. Fecha orientativa: **1 de agosto 2025**.
- (6) Una vez terminado el periodo de negociación y elección, la Sociedad tendrá un plazo de 10 días naturales para (i) realizar el pago del dividendo a cuenta a los accionistas que hubiesen optado por la opción de recibir su remuneración en efectivo y (ii) dar de alta las nuevas acciones que se emitirán en virtud del aumento de capital. La distribución del dividendo a cuenta podrá ser competencia de los administradores, en los términos establecidos en el Artículo 277 LSC, respetando las limitaciones fijadas por la LSC (Artículos 273.3 y ss. LSC). Fecha orientativa: **10 de agosto 2025**.

Existe cierto consenso a nivel doctrinal acerca de que el dividendo se configura jurídicamente en forma de crédito de naturaleza dineraria. Por omisión, sin perjuicio de lo establecido en los estatutos sociales de la sociedad o en pactos entre los socios de análoga naturaleza, el socio tiene la capacidad de decidir que el dividendo a cuenta le sea abonado en efectivo. No existe una modalidad que opere por defecto en el caso de omisión de pronunciamiento por parte de los socios.

Desde una perspectiva civilista, rige el principio de autonomía de la voluntad de las partes, en virtud del Artículo 1255 del Código Civil. En este sentido, la voluntad mayoritaria de los socios de una sociedad de capital es suficiente para incluir en los estatutos sociales una cláusula que defina la modalidad del dividendo y su forma de pago.

En consecuencia, será en la celebración de la Junta General donde se definan y acuerden los términos en los que debe desarrollarse el *scrip dividend*. En el caso de que un accionista no se pronuncie sobre su preferencia acerca de la modalidad en la que percibir los beneficios, resulta lógico que la sociedad por defecto decida proceder hacerle entrega de sus derechos de asignación gratuita que se traducirán en nuevas acciones de la sociedad.

El motivo reside en que a la sociedad lo que le interesa de esta práctica es evitar que salga la mayor cantidad de efectivo posible de su tesorería, recapitalizando los beneficios del ejercicio. En conclusión, no existe ningún tipo de limitación por defecto. Por lo tanto, la familia Azcona, contraria a cualquier modalidad de distribución del ejercicio que no consista en un reparto en efectivo, podrá recibir el dividendo a cuenta que le corresponda en efectivo, en proporción a su participación en el capital social de la sociedad.

En Madrid, a 18 de diciembre de 2024

