

COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

Doble Máster de Acceso a la Abogacía y la Procura
y Máster de Abogacía Internacional

María del Carmen Nicolás Herrero
Tutor: Guillermo José Guerra Martín

Tabla de contenido

1. Cliente: Atlas Capital. Adquisición	4
1.1. Objeto	4
1.2. Estructura societaria de Estrella del Mar	5
1.3. Normativa aplicable	5
1.4. Descripción de las distintas actuaciones a ejecutar	6
1.4.1. Acuerdo Marco de la operación.....	6
1.4.2. Reorganización interna	6
1.4.2.1. Ampliación de capital mediante aportación de rama de actividad.....	7
1.4.2.2. Segregación Estrella Marruecos	8
1.4.2.3. Compraventa de Estrella Gestión.....	10
1.4.2.4. Compraventa de Estrella Marruecos	10
1.4.3. Fusión por adquisición y calendario	11
1.4.3.1. Fusión por adquisición	11
1.4.3.2. Calendario tentativo de la operación.....	14
1.4.4. Análisis de los posibles riesgos jurídicos.....	18
1.4.4.1. Procedimiento sancionador CNMC – concesión puerto Santander	18
1.4.4.1.1. Consideraciones jurídicas a la hora de plantear la compraventa	20
1.4.4.1.2. Sobre la posible resolución del procedimiento o modulación de la multa	21
1.4.4.2. Procedimiento judicial.....	22
1.4.4.3. Pacto de no competencia	23
1.4.4.4. Necesidad de obtener la autorización de la CNMC	24
1.4.4.4.1. Plazos	26
1.4.4.4.2. ¿Qué criterios examina la CNMC?	27
2. Cliente: Estrella del Mar. OPA	28
2.1. Objeto	28
2.2. Estructura societaria de ambas sociedades	28
2.3. Normativa aplicable	29
2.4. Adquisición de una participación minoritaria en OceanShip	29
2.4.1. Posibles riesgos	30
2.5. Fusión por absorción entre Estrella del Mar y OceanShip	31
2.5.1. Supuesto excluido de formular una OPA.....	31
2.5.2. Fusión por absorción: principales pasos y calendario tentativo.....	32
2.6. Posible impugnación del Pacto de Accionistas de 1987	37
2.7. Posibles consecuencias derivadas de las acciones promovidas por el socio minoritario	38
3. Cliente: Estrella del Mar. Scrip dividends	39
3.1. Objeto	39
3.2. Concepto	39
3.3. Régimen jurídico	39
3.4. Competencias de la Junta General	40
3.5. Funciones del Órgano de Administración	40
3.6. Posición del accionista	41
Bibliografía	43

Resumen:

El presente Trabajo Fin de Máster analiza en profundidad un caso práctico empresarial que involucra a un grupo español, Estrella del Mar, y sus diversas operaciones corporativas. A través de un estudio de la normativa española y europea aplicable, así como de la jurisprudencia pertinente, se abordan distintas cuestiones jurídicas que surgen en el contexto de una operación de compraventa, reorganizaciones societarias, conflictos societarios y esquemas de retribución a accionistas. El caso se estructura en tres partes principales: (i) operación de compraventa, en la que se analiza en detalle una operación de compraventa de una rama de actividad de un grupo empresarial, incluyendo aspectos como la reorganización societaria, la evaluación de riesgos derivados de procedimientos sancionadores, la estructuración de la operación para optimizar los intereses del comprador, la gestión de contingencias y la negociación de cláusulas de no competencia; (ii) las OPAs, los potenciales conflictos societarios que pueden surgir en el contexto de una fusión, analizando también la validez de pactos de accionistas y su impacto en las decisiones societarias; y (iii) esquemas de retribución a accionistas, en concreto se estudia la implementación de un programa de scrip dividend, considerando sus implicaciones, así como los potenciales conflictos con los accionistas minoritarios.

Palabras clave:

Reestructuración, Modificación estructural, Fusión, Segregación, Aportación de rama de actividad, Compraventa, Adquisición, Contingencias, Due diligence, Competencia, Control de concentraciones, OPA, Pacto de accionistas, Reparto de dividendos, Derechos del socio.

Abstract:

The present Master's Thesis provides an in-depth analysis of a practical business case involving a Spanish group, Estrella del Mar, and its various corporate operations. Through a study of applicable Spanish and European regulations, as well as relevant case law, the thesis addresses various legal issues that arise in the context of a purchase-and-sale transaction, corporate reorganizations, shareholder disputes, and shareholder remuneration schemes. The case is structured into three main parts: (i) sale and purchase transaction, which examines in detail the sale of a business unit of a corporate group, including aspects such as corporate reorganization, risk assessment related to regulatory sanctions, structuring the transaction to optimize the buyer's interests, contingency management, and negotiating non-compete clauses; (ii) public takeover bids and potential shareholder conflicts that may arise in the context of a merger, also analyzing the validity of shareholder agreements and their impact on corporate decisions; (iii) shareholder Remuneration Schemes, focusing on the implementation of a scrip dividend program, considering its implications and potential conflicts with minority shareholders.

Key words:

Restructuring, Structural modification, Merger, Segregation, Contribution of business, Purchase and sale, Acquisition, Contingencies, Due diligence, Competition, Merger control, Public Takeover Bid, Shareholders' agreement, Dividend distribution, Shareholders' rights.

1. Cliente: Atlas Capital. Adquisición

1.1. Objeto

El presente informe (el “**Informe**”) tiene por objeto analizar, desde la perspectiva de derecho español, la solicitud de asesoría del Fondo de Inversión Atlas Capital (en adelante, “**Atlas Capital**”) respecto a la posible adquisición de la actividad de gestión portuaria de la sociedad Estrella del Mar, S.A. (en adelante, “**Estrella del Mar**”), tratando de identificar los principales aspectos regulatorios que entendemos deberían ser objeto de especial revisión para llevar a cabo la operación.

Estrella del Mar es una empresa con sede en Bilbao y más de 60 años de experiencia en el sector, que desarrolla las siguientes actividades: como primera rama de actividad, la organización y administración de las actividades que se llevan a cabo para gestionar de manera eficiente y efectiva un puerto marítimo, implica la distribución intraportuaria, las rutas y conexiones con el interior del puerto fuera del mismo (en adelante, la “**gestión portuaria**” o la “**gestión de puertos**”); y, como segunda rama de actividad, las operaciones de estiba, desestiba, carga, descarga, transbordo y almacenamiento de mercancías de cualquier tipo, en volumen o forma de presentación que justifiquen la utilización de medios mecánicos o instalaciones especializadas¹ (en adelante, el “**transporte de mercancías**”). Siendo objeto de esta operación de compraventa la primera rama de actividad, la gestión portuaria. La operación busca integrar dicho negocio portuario con Andalusia Harbors, S.L. (en adelante, “**Andalusia Harbors**”), sociedad controlada por Atlas Capital que opera instalaciones portuarias en el sur de España.

1. **Reorganización de la estructura societaria:** Se presentará una propuesta de reorganización del grupo Estrella del Mar, encaminada a concentrar los activos y concesiones portuarias en Estrella Gestión Puertos, S.L.U. (en adelante, “**Estrella Gestión**” o “**Estrella Gestión de Puertos**”), la cual será la entidad objeto de compraventa. Esto incluirá un calendario tentativo de implementación y precauciones a tomar en cuenta en relación con las obligaciones contractuales.
2. **Adquisición de Estrella Gestión de Puertos por parte de Atlas Capital mediante su fusión con Andalusia Harbors.** Se analizarán las posibles contingencias, en concreto:
 1. **Contingencia Regulatoria:** Se analizarán las implicaciones de un expediente sancionador potencialmente abierto por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (en adelante, la “**CNMC**”) contra Estrella del Mar, y se propondrán medidas de protección contractual y mitigación de riesgos en el contrato de compraventa para asegurar los intereses de Atlas Capital.
 2. **Procedimiento Judicial en Curso:** Se evaluará el posible impacto de un litigio iniciado por Generali Seguros S.A., en el que se reclaman daños por trabajos de estiba realizados por Estrella del Mar.
 3. **Pacto de No Competencia:** Finalmente, se analizará la factibilidad de establecer un compromiso de no competencia de cinco años en la región del Mediterráneo, considerando las restricciones legales.

¹ Arts. 3.1 y 130.1 Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante.

4. **Necesidad de obtener autorización previa por parte de la CNMC** para asegurar la viabilidad de la operación.

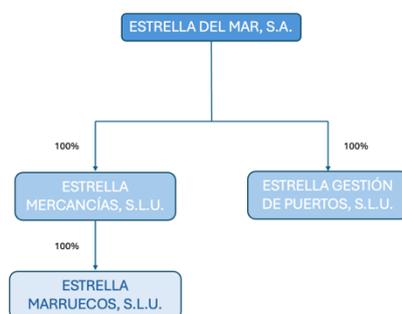
5. **Consideraciones varias.**

Este dictamen provee a Atlas Capital con un análisis exhaustivo y recomendaciones estratégicas para optimizar la estructura de la transacción y mitigar riesgos, enfocándose en la actividad específica de gestión portuaria que se busca adquirir.

Partiremos de la asunción de que el fondo Atlas Capital es un fondo de nacionalidad española cuyo **beneficiario último** sería una persona de nacionalidad española, ya que de ser el beneficiario último una persona de nacionalidad extranjera se debería tener en cuenta la normativa de **Inversión Extranjera**² y podría requerirse la autorización del Consejo de Ministros e incluso de la Comisión Europea.

1.2. Estructura societaria de Estrella del Mar

De conformidad con la documentación facilitada, la estructura societaria de Estrella del Mar es la siguiente:



A este respecto, cabe señalar lo siguiente:

- **Estrella del Mar, S.A.** cuyos principales activos son: (i) la concesión del puerto de Bilbao; (ii) el contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L.; (iii) personal de tierra; y (iv) equipo de dirección.
- **Estrella Mercancías, S.L.U.** (en adelante, “**Estrella Mercancías**”) participa al 100% a **Estrella Marruecos, S.L.U.** (en adelante, “**Estrella Marruecos**”) que cuenta con (i) la concesión del puerto de Casablanca (Marruecos); (ii) opera la ruta de transporte entre Bilbao y Casablanca (Marruecos); y (iii) activos materiales y humanos para desarrollar las actividades.
- **Estrella Gestión de Puertos, S.L.U.** cuenta con (i) la concesión del puerto de Ferrol; (ii) la concesión del puerto de Santander; y (iii) activos humanos y materiales para desarrollar la actividad.

En adelante, conjuntamente el “**Grupo Estrella del Mar**”.

1.3. Normativa aplicable

Para la elaboración del presente informe se ha analizado la normativa de ámbito nacional y europeo que se describe a continuación:

- Código Civil Español (en adelante, “**CC**”).

² Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales; Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, de medidas urgentes de apoyo a la solvencia empresarial y al sector energético, y en materia tributaria.; y Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre inversiones exteriores.

- Comunicación de la Comisión — Comunicación relativa a los acuerdos de menor importancia que no restringen la competencia de forma sensible en el sentido del artículo 101, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en adelante, “**Comunicación de minimis**”).
- Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil (en adelante, “**LEC**”).
- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (en adelante, “**LDC**”).
- Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección (en adelante, “**RD Alta Dirección**”).
- 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**”).
- 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 adelante, “**ET**”).
- Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea (en adelante, “**LME**”).
- 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 (en adelante, “**Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante**”).
- Reglamento (CE) n° 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas (en adelante, “**Reglamento comunitario de concentraciones**”).
- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en adelante, “**TFUE**”).

1.4. Descripción de las distintas actuaciones a ejecutar

1.4.1. Acuerdo Marco de la operación

Previo a cualquier actuación deberá firmarse un acuerdo marco (el “**Acuerdo Marco**”) entre las partes, esto es, Estrella del Mar, Estrella Mercancías, Estrella Marruecos, Estrella Gestión y Atlas Capital. Este Acuerdo Marco incluirá las obligaciones de cada parte para poder llevar a cabo la operación, incluyendo los pasos a seguir y las condiciones, así como un calendario tentativo de la operación.

1.4.2. Reorganización interna

Se procede a ilustrar la reorganización interna del Grupo Estrella del Mar de cara a la compraventa de la sociedad objeto de la operación, Estrella Gestión, de forma que en ella se concentre la rama de actividad correspondiente a la gestión de puertos, para ello pasamos a determinar los activos a aportar para llevar a cabo la reorganización interna:

- (i) Determinación de los activos a aportar por Estrella del Mar:
 - Concesión puerto de Bilbao.
 - Contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L.
 - Equipo de dirección y capital humano, correspondiente a la actividad de gestión de puertos.
 - Capital material, correspondiente a la actividad de gestión de puertos.

En adelante, la “**rama de actividad de gestión de puertos de Estrella del Mar**”.

- (ii) Determinación de los activos a aportar por Estrella Marruecos:
 - Capital humano, correspondiente a la actividad de gestión de puertos.
 - Capital material, correspondiente a la actividad de gestión de puertos.
 - Concesión puerto de Casablanca.

En adelante, la “**rama de actividad de gestión de puertos de Estrella Marruecos**”.

Sobre esto pasamos a los pasos a seguir para lograr que la actividad de gestión de puertos esté controlada por Estrella Gestión, para ello realizaremos en primer lugar una ampliación de capital de Estrella Gestión mediante aportación no dineraria de su socio único de la rama de actividad de gestión de puertos; tras esto se realizará la segregación de la rama de actividad de gestión de puertos de Estrella Marruecos, creando una nueva sociedad. Y, en unidad de acto, se procederá a la compraventa de Estrella Gestión por Atlas Capital y se firmará su adquisición por Estrella Gestión, con número de protocolo inmediatamente posterior a aquel de la compraventa de la sociedad resultante de la segregación de Estrella Marruecos. Luego se procederá a la fusión entre Andalucía Harbors y Estrella Gestión quedando la sociedad resultante: “**Gestión Norte y Sur, S.L.U.**”.

1.4.2.1. Ampliación de capital mediante aportación de rama de actividad

Estrella Gestión llevará a cabo una **ampliación de capital por creación de nuevas participaciones mediante aportación no dineraria**³ del socio único de Estrella Gestión, esto es Estrella del Mar. La aportación no dineraria consistirá en la aportación de la rama de actividad de gestión de puertos que pertenece a Estrella del Mar, esto es: (i) la concesión del puerto de Bilbao; (ii) el contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L.; (iii) el equipo de dirección y el capital humano correspondiente a la actividad de gestión de puertos; y (iv) el capital material correspondiente a la actividad de gestión de puertos.

Como el contravalor del aumento de capital consiste en aportaciones no dinerarias será preciso que al tiempo de la convocatoria de la junta se ponga a disposición de los socios un **informe de los administradores**⁴ en el que se describa con detalle las aportaciones proyectadas, su valoración, las personas que hayan de efectuarlas, el número y valor nominal de las participaciones sociales que hayan de crearse, la cuantía del aumento del capital social y las garantías adoptadas para la efectividad del aumento según la naturaleza de los bienes en que la aportación consista. Dicho informe será aprobado en la junta general que también aprobará el aumento del capital de acuerdo con los requisitos establecidos para la modificación de los estatutos sociales⁵, en el caso de una sociedad limitada unipersonal, como es el caso, será el socio único quien ejercerá las funciones de la junta general y quien apruebe el aumento. Las decisiones del socio único se consignarán en acta y serán certificadas por el órgano de administración de la sociedad. Una vez aprobado, se hará escritura y se elevará a público para su posterior inscripción en el Registro Mercantil.

Otro punto a tener en cuenta es que Estrella del Mar, al aportar la rama de actividad de gestión de puertos, tendrá que aprobar en junta general un acta aprobando la operación al poder tratarse de **activos esenciales de la sociedad**⁶, debiendo aportarse la certificación por el órgano de administración de dicha acta a la escritura del aumento de capital de Estrella Gestión.

³ Art. 295 LSC

⁴ Art. 300 LSC

⁵ Art. 296 LSC

⁶ Art. 160 f) LSC

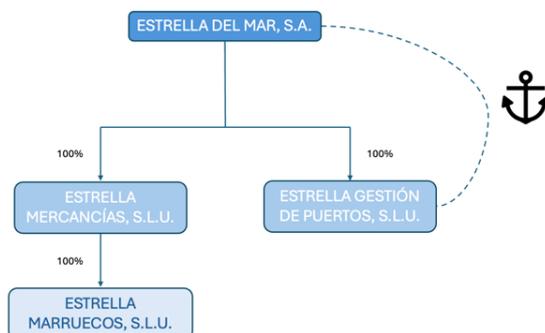
En cuanto a las **implicaciones laborales**, el cambio de titularidad de una empresa, centro de trabajo o unidad productiva autónoma **no extingue por sí mismo la relación laboral**, y el nuevo empresario, en este caso Estrella Gestión, **asume los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior**. Se considera que hay **sucesión de empresa**⁷ cuando la transmisión afecta a una entidad económica que mantiene su identidad como conjunto organizado para realizar una actividad económica. Ambas **son solidariamente responsables durante tres años de las obligaciones laborales anteriores a la transmisión** que no hayan sido cumplidas.

Las relaciones laborales se seguirán rigiendo por el convenio colectivo vigente en el momento de la transmisión, salvo acuerdo en contrario entre el cesionario y los representantes de los trabajadores.

Estrella del Mar y Estrella Gestión **deben informar a los representantes de los trabajadores** sobre la fecha, motivos, consecuencias y medidas previstas de la transmisión. En caso de no haber representantes, esta información debe ser facilitada directamente a los trabajadores afectados. Estrella del Mar deben proporcionar la información antes de la transmisión, y Estrella Gestión debe hacerlo antes de que sus trabajadores se vean afectados.

En lo relativo al **equipo de dirección** aplica también la sucesión de empresa al considerarse trabajadores y al estar la relación laboral sujeta a un contrato laboral.

A continuación, un esquema de como iría avanzando la reestructuración:



1.4.2.2. Segregación Estrella Marruecos

Se realizará la **segregación de la rama de actividad gestión de puertos de Estrella Marruecos**, quedando dos sociedades: (i) Estrella Marruecos, S.L.U., participada al 100% por Estrella Mercancías; y (ii) Estrella Marruecos Gestión, S.L.U. (en adelante, “**Estrella Marruecos Gestión**”), participada al 100% por Estrella Marruecos.

Se opta por la segregación al consistir en el **traspaso en bloque por sucesión universal** de una parte del patrimonio de la sociedad que forma una unidad económica, a otra sociedad, **recibiendo a cambio la sociedad segregada participaciones de la sociedad beneficiaria**⁸.

Para llevarla a acabo se requerirá la aportación de un **proyecto de escisión**⁹ (el “**Proyecto de Escisión**”) que incluirá:

- i. Los datos identificadores de la inscripción de las sociedades participantes en el Registro Mercantil.

⁷ Art. 44 ET

⁸ Art. 61 LME

⁹ Art. 64 LME

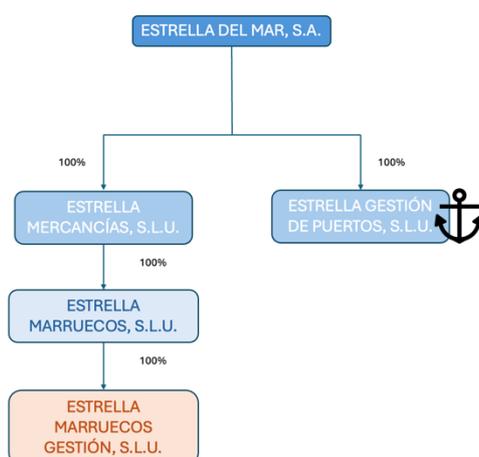
- ii. Los de la sociedad resultante de la segregación, el proyecto de escritura y estatutos de la sociedad de nueva creación.
- iii. El tipo de canje de las participaciones, la compensación complementaria en dinero si se hubiera previsto y, en su caso, el procedimiento de canje.
- iv. La incidencia que la segregación haya de tener sobre las aportaciones de industria o en las prestaciones accesorias en las sociedades que se extinguen y las compensaciones que vayan a otorgarse, en su caso, a los socios afectados en la sociedad resultante.
- v. La fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas participaciones tendrán derecho a participar en las ganancias sociales y cualesquiera peculiaridades relativas a este derecho.
- vi. La fecha a partir de la cual la segregación tendrá efectos contables.
- vii. La información sobre la valoración del activo y pasivo del patrimonio de cada sociedad que se transmita a la sociedad resultante.
- viii. Las fechas de las cuentas de las sociedades que se segregan utilizadas para establecer las condiciones en que se realiza la segregación.
- ix. La acreditación de encontrarse al corriente en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social, mediante la aportación de los correspondientes certificados, válidos y emitidos por el órgano competente.
- x. En su caso, la atribución a los socios de la sociedad escindida de participaciones en las sociedades beneficiarias, en la sociedad escindida, o en ambas, y el criterio en el que se base dicha atribución.
- xi. La descripción precisa del patrimonio activo y pasivo de la sociedad escindida y una declaración sobre el modo en que tal patrimonio seguirá en poder de la sociedad escindida en caso de escisión por segregación, incluidas las disposiciones relativas al tratamiento del patrimonio activo o pasivo no atribuidos expresamente en el proyecto, tales como activos o pasivos desconocidos en la fecha en que se elabore el proyecto.

Podría ser de aplicación la **simplificación de los requisitos**¹⁰ ya que las participaciones de cada una de las nuevas sociedades se atribuyen a los socios de la sociedad que se escinde proporcionalmente a los derechos que tenían en el capital de ésta y, por tanto, no serán necesarios: (i) el informe de los administradores sobre el proyecto de escisión; (ii) el informe de expertos independientes, así como tampoco (iii) el balance de escisión.

Tras la segregación las empresas resultantes serían: (i) **Estrella Marruecos, S.L.U.**, sociedad que mantendría la rama de actividad de transportes, continuaría estando participada al 100% por Estrella Mercancías; y (ii) **Estrella Marruecos Gestión, S.L.U.**, que sería la sociedad resultante de la segregación de la rama de actividad de gestión de puertos.

¹⁰ Art. 71 LME

Seguidamente un esquema de como avanzaría la estructura societaria de Estrella del Mar:



1.4.2.3. *Compraventa de Estrella Gestión*

Tras el aumento de capital y la segregación, se procederá a la **compraventa de Estrella Gestión por parte de Atlas Capital** (en adelante, la “Compraventa”), para ello se recomienda realizarlo mediante compraventa de las participaciones del socio único, Estrella del Mar. Con ese fin se hará una escritura pública para su posterior inscripción en el Registro Mercantil.

En cuanto a las **implicaciones laborales**, el cambio de titularidad de una empresa, centro de trabajo o unidad productiva autónoma **no extingue por sí mismo la relación laboral**, y el nuevo empresario, en este caso Atlas Capital, **asume los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior**. Se considera que hay **sucesión de empresa**¹¹ cuando la transmisión afecta a una entidad económica que mantiene su identidad como conjunto organizado para realizar una actividad económica. Ambas sociedades **son solidariamente responsables durante tres años de las obligaciones laborales anteriores a la transmisión** que no hayan sido cumplidas.

Las relaciones laborales se seguirán rigiendo por el convenio colectivo vigente en el momento de la transmisión, salvo acuerdo en contrario entre el cesionario y los representantes de los trabajadores.

Estrella Gestión y Atlas Capital **deben informar a los representantes de los trabajadores** sobre la fecha, motivos, consecuencias y medidas previstas de la transmisión. En caso de no haber representantes, esta información debe ser facilitada directamente a los trabajadores afectados. Estrella Gestión debe proporcionar la información antes de la transmisión, y Atlas Capital debe hacerlo antes de que sus trabajadores se vean afectados.

1.4.2.4. *Compraventa de Estrella Marruecos*

Y, finalmente, se procede, en unidad de acto y con número de protocolo inmediatamente posterior al de la Compraventa, a la **compraventa por parte de Estrella Gestión, ya sociedad filial de Atlas Capital, de las participaciones de Estrella Marruecos**, socio único de Estrella Marruecos Gestión. Todo ello con el fin de mantener, por razones políticas, la autonomía de los activos de Estrella Marruecos, de tal forma que la rama de actividad de gestión de puertos, esto es: (i) el capital humano, correspondiente a la

¹¹ Art. 44 ET

actividad de gestión de puertos; (ii) el capital material, correspondiente a la actividad de gestión de puertos; y (iii) la concesión puerto de Casablanca.

En cuanto a las **implicaciones laborales**, el cambio de titularidad de una empresa, centro de trabajo o unidad productiva autónoma **no extingue por sí mismo la relación laboral**, y el nuevo empresario, en este caso Estrella Gestión, **asume los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior**. Se considera que hay **sucesión de empresa**¹² cuando la transmisión afecta a una entidad económica que mantiene su identidad como conjunto organizado para realizar una actividad económica. Ambas sociedades **son solidariamente responsables durante tres años de las obligaciones laborales anteriores a la transmisión** que no hayan sido cumplidas.

Las relaciones laborales se seguirán rigiendo por el convenio colectivo vigente en el momento de la transmisión, salvo acuerdo en contrario entre el cesionario y los representantes de los trabajadores.

Estrella Marruecos Gestión y Estrella Gestión **deben informar a los representantes de los trabajadores** sobre la fecha, motivos, consecuencias y medidas previstas de la transmisión. En caso de no haber representantes, esta información debe ser facilitada directamente a los trabajadores afectados. Estrella Marruecos Gestión debe proporcionar la información antes de la transmisión, y el Estrella Gestión debe hacerlo antes de que sus trabajadores se vean afectados.

El esquema resultante tras la reestructuración y la Compraventa será el siguiente:



1.4.3. Fusión por adquisición y calendario

1.4.3.1. Fusión por adquisición

La fusión que se pretende tras la compraventa de Estrella Gestión será mediante la fusión de Estrella Gestión de Puertos y Andalusia Harbors (conjuntamente, las “**Sociedades Participantes**”) en una **nueva sociedad**: “**Gestión Norte y Sur, S.L.U.**” (en adelante, la “**Sociedad Resultante**”).

Esto implicará la extinción de cada una de las sociedades que se fusionan y la **transmisión en bloque de los respectivos patrimonios sociales a la nueva entidad, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de aquéllas**¹³, para ello:

Los socios de las sociedades extinguidas se integrarán en la sociedad resultante de la fusión, recibiendo un número participaciones en proporción a su respectiva participación en aquellas sociedades.¹⁴ Para ello se realizará el tipo de canje acorde a la participación de cada socio.

¹² Art. 44 ET

¹³ Art. 34 LME

¹⁴ Art. 35 LME

El procedimiento para la fusión implica la redacción de un proyecto común de fusión¹⁵ (en adelante, el “**Proyecto de Fusión**”), que prepararán los administradores de cada una de las sociedades que participen en la fusión. Suscrito el Proyecto de Fusión, los administradores de las sociedades que se fusionen se abstendrán de realizar cualquier actuación que pudiera comprometer la aprobación del proyecto o modificar sustancialmente la relación de canje de las participaciones. El Proyecto de Fusión quedará sin efecto si no se aprueba, en el plazo de seis (6) meses, por las juntas de socios de cada sociedad que participe en la fusión.

El contenido del Proyecto de Fusión es el siguiente¹⁶:

- i. Los datos identificadores de la inscripción de las sociedades participantes en el Registro Mercantil.
- ii. Los de la sociedad resultante de la fusión o, en su caso, el proyecto de escritura y estatutos de la sociedad de nueva creación.
- iii. El tipo de canje de las participaciones la compensación complementaria en dinero si se hubiera previsto y, en su caso, el procedimiento de canje.
- iv. La incidencia que la fusión haya de tener sobre las aportaciones de industria o en las prestaciones accesorias en las sociedades que se extinguen y las compensaciones que vayan a otorgarse, en su caso, a los socios afectados en la sociedad resultante.
- v. La fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas participaciones tendrán derecho a participar en las ganancias sociales y cualesquiera peculiaridades relativas a este derecho.
- vi. La fecha a partir de la cual la fusión tendrá efectos contables.
- vii. La información sobre la valoración del activo y pasivo del patrimonio de cada sociedad que se transmita a la sociedad resultante.
- viii. Las fechas de las cuentas de las sociedades que se fusionan utilizadas para establecer las condiciones en que se realiza la fusión.
- ix. La acreditación de encontrarse al corriente en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social, mediante la aportación de los correspondientes certificados, válidos y emitidos por el órgano competente.

Además, el Proyecto de Fusión incluirá¹⁷

- i. El balance de la sociedad a transformar, que deberá estar cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha prevista para la reunión, junto con un informe sobre las modificaciones patrimoniales significativas que hayan podido tener lugar con posterioridad al mismo.
- ii. El informe del auditor de cuentas sobre el balance presentado, cuando la sociedad que se transforme esté obligada a someter sus cuentas a auditoría.

Antes de la publicación del anuncio de convocatoria de las juntas generales que hayan de resolver sobre la fusión o de la comunicación individual de ese anuncio a los socios, los administradores deberán¹⁸, a través de la web, o de cualquier otro medio, **poner a disposición de los socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales y de los representantes de los trabajadores**, en el domicilio social, además de los especificados en las disposiciones comunes, los siguientes documentos:

¹⁵ Art. 39 LME

¹⁶ Art. 40 LME

¹⁷ Art. 20 LME

¹⁸ Art. 46 LME

- i. Las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos ejercicios, así como los correspondientes informes de los auditores de cuentas, en su caso.
- ii. El balance de fusión de cada una de las sociedades, cuando sea distinto del último balance anual aprobado, acompañado, si fuera exigible, del informe de auditoría.
- iii. Los estatutos sociales vigentes incorporados a escritura pública y, en su caso, los pactos relevantes que vayan a constar en documento público.
- iv. El proyecto de escritura de constitución de la nueva sociedad.
- v. La identidad de los administradores de las sociedades que participan en la fusión, la fecha desde la que desempeñan sus cargos y, en su caso, las mismas indicaciones de quienes vayan a ser propuestos como administradores como consecuencia de la fusión.

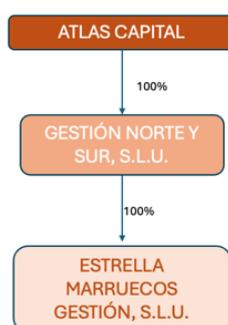
La fusión **debe ser acordada por la junta general de cada una de las Sociedades Participantes**¹⁹ (el “Acuerdo de Fusión”). Cualquier acuerdo de una sociedad que modifique unilateralmente el Proyecto de Fusión equivaldrá al rechazo de la propuesta. En este caso, al realizarse mediante la creación de nueva sociedad, el acuerdo de fusión deberá incluir las menciones legalmente exigidas para su constitución, atendiendo al tipo elegido.

El Acuerdo de Fusión exigirá²⁰, además, el consentimiento de todos los socios que, por virtud de la fusión, pasen a responder ilimitadamente de las deudas sociales, así como el de los socios de las sociedades que se extingan que hayan de asumir obligaciones personales en la sociedad resultante de la fusión.

Siendo también necesario, en su caso, el consentimiento individual de los titulares de derechos especiales distintos de las acciones cuando no disfruten, en la sociedad resultante de la fusión, de derechos equivalentes a los que les correspondían en la sociedad extinguida, a no ser que la modificación de tales derechos hubiera sido aprobada, en su caso, por la asamblea de esos titulares.

Las sociedades que se fusionan elevarán el acuerdo de fusión adoptado a escritura pública y se inscribirá en el Registro Mercantil²¹.

La estructura resultante tras la fusión sería la siguiente:



¹⁹ Art. 47 LME

²⁰ Art. 48 LME

²¹ Arts. 50 y 51 LME

1.4.3.2. *Calendario tentativo de la operación*

Una propuesta de calendario, sujeto a cambios y a negociaciones entre las partes, sería el siguiente:

	ACTUACIÓN (REORGANIZACIÓN SOCIETARIA y COMPRAVENTA)	PLAZOS
1.	Firma del Acuerdo Marco.	18 de diciembre de 2024
2.	Informe del órgano de administración de Estrella Gestión de Puertos.	20 de diciembre de 2024
2.	Acta de la junta general de Estrella del Mar sobre la aportación de activos esenciales, de acuerdo con el artículo 160 f) LSC.	20 de diciembre de 2024
3.	Certificación de la junta general del acta referida en el punto anterior.	20 de diciembre de 2024
4.	Acta de la junta general de Estrella Gestión de Puertos sobre: <ul style="list-style-type: none"> i. La ampliación de capital mediante la aportación de rama de actividad. ii. Modificación del artículo de los estatutos sociales relativo al aumento de capital social. 	20 de diciembre de 2024
5.	Certificación de la junta general del acta referida en el punto anterior.	20 de diciembre de 2024
6.	Otorgamiento ante notario de la escritura pública de ampliación de capital.	23 de diciembre de 2024
7.	Inscripción en el Registro Mercantil correspondiente del aumento de capital.	30 de diciembre de 2024
8.	Actualización del libro de registro de socios.	30 de diciembre de 2024
9.	Proceso de segregación: <ul style="list-style-type: none"> i. Determinación de los bienes registrables objeto de traspaso; preparación del listado de trabajadores (sin datos personales, solamente con código) que se traspasarán a la Sociedad. ii. Obtención de los certificados acreditativos de encontrarse las Sociedades Participantes al corriente del cumplimiento de las obligaciones tributarias y de Seguridad Social, emitidos por el órgano competente. iii. Aprobación del Proyecto de Segregación. 	31 de enero de 2025 a 6 de junio de 2025

	<ul style="list-style-type: none"> iv. Otorgamiento de escritura pública ante notario. v. Inscripción en el Registro Mercantil y otros Registros Públicos correspondientes. 	
10.	Actualización del libro de registro de socios.	9 de junio de 2025
11.	Inicio proceso due diligence y negociaciones para realizar la adquisición de Estrella Gestión de Puertos.	10 de junio de 2025
12.	Solicitud de autorización a la CNMC, en su caso.	10 de junio de 2025
13.	Otorgamiento ante notario de la escritura pública de compraventa de Estrella Gestión de Puertos.	1 de diciembre de 2025
14.	Otorgamiento ante notario de la escritura pública de compraventa de Estrella Marruecos Gestión.	1 de diciembre de 2025
15.	Resolución Condiciones Suspensivas, en su caso.	Pendiente.
16.	Cierre.	Pendiente.

En cuanto al calendario tentativo para la fusión:

	ACTUACIÓN (FUSIÓN)	PLAZOS
1.	Balances de fusión de las Sociedades Participantes cerrados a 31 de diciembre de 2025.	31 de enero de 2026
2.	Determinación de los bienes registrables objeto de traspaso; preparación del listado de trabajadores (sin datos personales, solamente con código) que se traspasarán a la Sociedad Resultante.	31 de enero de 2026
3.	Obtención de los certificados acreditativos de encontrarse las Sociedades Participantes al corriente del cumplimiento de las obligaciones tributarias y de Seguridad Social, emitidos por el órgano competente.	31 de enero de 2026
4.	Redacción del Proyecto de Fusión.	31 de enero de 2026
5.	Redacción del Informe de los administradores.	31 de enero de 2026
	Solicitud al Registro Mercantil del nombramiento del experto independiente para la emisión de un único informe sobre la Fusión (el “ Informe de Experto Independiente ”).	31 de enero de 2026
6.	Acta de los órganos de administración de las Sociedades Participantes, para la formulación de: <ul style="list-style-type: none"> i. El balance de fusión. ii. El Proyecto de Fusión. iii. El Informe de los administradores de las Sociedades Participantes. 	31 de enero de 2026

7.	Nombramiento del experto independiente.	15 de febrero de 2026
8.	Aceptación de la designación por parte del experto independiente.	20 de febrero de 2026
9.	Emisión informe auditoria de la Sociedad, en su caso, sometida a ella.	28 de febrero de 2026
10.	Emisión del Informe de Experto Independiente.	20 de marzo de 2026
11.	Remisión por vía electrónica a los representantes de los trabajadores (o trabajadores en caso de no haber representantes) de las Sociedades Participantes del Informe, junto con el Proyecto, con acuse de recibo y de lectura.	20 de marzo de 2026
12.	<p>Puesta a disposición de los socios y representantes de los trabajadores (o trabajadores en caso de no haber representantes) de las Sociedades Participantes en los respectivos domicilios sociales de los siguientes documentos:</p> <ul style="list-style-type: none"> i. Las cuentas anuales, el informe de auditoría de la Sociedad obligada a ello y los informes de gestión de los últimos tres (3) ejercicios de las Sociedades Participantes; ii. El balance de fusión de las Sociedades Participantes; iii. Los estatutos sociales vigentes de las Sociedades Participantes; iv. El proyecto de escritura de constitución de la nueva sociedad; y v. La identidad de los administradores de las Sociedades Participantes y la fecha desde la que desempeñan sus cargos; y la misma información sobre los administradores propuestos para la Sociedad absorbente tras la fusión, en su caso. 	20 de marzo de 2026
13.	Inicio del plazo de un mes para la emisión de opinión por los trabajadores de las Sociedades Participantes sobre el Informe y de la puesta a disposición de la información y documentación referida en el punto anterior.	20 de marzo de 2026
14.	Finalización del plazo de un mes referido en el punto anterior.	20 de abril de 2026
15.	<p>Acta de la junta general de Estrella Gestión para la adopción de las siguientes decisiones:</p> <ul style="list-style-type: none"> i. En su caso, toma de conocimiento del Informe y, en su caso, de las opiniones presentadas por los trabajadores en relación con dicho Informe; ii. Aprobación del balance de fusión, y del informe de auditoría, en su caso; 	23 de abril de 2026

	<ul style="list-style-type: none"> iii. Aprobación del Proyecto de Fusión; iv. Aprobación de la fusión. 	
16.	Certificación del acta de la junta general de la Estrella Gestión referida en el punto anterior.	23 de abril de 2026
17.	<p>Acta de la junta general de la Andalusia Harbors para la adopción de las siguientes decisiones:</p> <ul style="list-style-type: none"> i. Toma de conocimiento del Informe y, en su caso, de las opiniones presentadas por los trabajadores en relación con dicho Informe; ii. Aprobación del balance de fusión; iii. Aprobación del Proyecto de Fusión; y iv. Aprobación de la Fusión. 	23 de abril de 2026
18.	Certificación del acta de la junta general de la Andalusia Harbors referida en el punto anterior.	23 de abril de 2026
19.	Publicación de las decisiones y los acuerdos relativos a la aprobación de la Fusión en el “Boletín Oficial del Registro Mercantil” y en uno de los diarios de mayor difusión de la provincia del domicilio social de la sociedad. En el anuncio se hará constar el derecho que asiste a los accionistas y acreedores de las Sociedades Participantes, de obtener el texto íntegro de las decisiones y los acuerdos adoptados, y de los Balances de Fusión.	23 de abril de 2026
20.	Realización de notificaciones y obtención de las autorizaciones que sean necesarias en el marco de la fusión (i.e. contratos administrativos, aseguradoras, entidades financieras acreedoras, proveedores de servicios, etc.).	23 de abril de 2026
21.	Otorgamiento ante notario de la escritura pública de fusión.	23 de abril de 2026
23.	Presentación del modelo 600 de liquidación del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados en s versión de operaciones societarias, correspondiente a la escritura de fusión.	23 de abril de 2026
23.	Presentación telemática de la escritura pública de fusión en el Registro Mercantil correspondiente.	23 de abril de 2026
24.	Tramites laborales correspondientes.	24 de abril de 2026
25.	Anotación de inexistencia de obstáculos a la fusión por el Registro Mercantil correspondiente.	14 de mayo de 2026
26.	Inscripción de la escritura de fusión en el Registro Mercantil correspondiente.	4 de junio de 2026
27.	Presentación telemática de la escritura pública de fusión en los correspondientes Registros de la Propiedad y otros Registros Públicos correspondientes.	6 de junio de 2026

28.	En su caso, solicitud de acogimiento al régimen fiscal especial de operaciones de reorganización.	6 de junio de 2026
29.	Presentación de la baja censal de la Sociedad Absorbida (modelo 036) y del Impuesto sobre Actividades Económicas que se deriven de la fusión.	6 de junio de 2026
30.	Notificación a las correspondientes Autoridades Públicas y a los correspondientes Registro Públicos de la subrogación de la Sociedad Resultante en la posición de la Sociedades Participantes, en relación con licencias administrativas, subvenciones, demás bienes y derechos inscribibles en registros públicos que sean aplicables, en su caso.	6 de junio de 2026
31.	En su caso, escritura de fusión en los correspondientes Registros de la Propiedad.	6 de junio de 2026

1.4.4. Análisis de los posibles riesgos jurídicos

1.4.4.1. Procedimiento sancionador CNMC – concesión puerto Santander

Sobre el proceso sancionador iniciado por la CNMC contra diversas empresas del sector con operaciones en el norte de España, en diciembre de 2023, se abrió un expediente que involucra, entre otras compañías, a Estrella del Mar por las presuntas reuniones mantenidas entre el jefe de la división con sus homólogos de otras cuatro compañías para acordar en qué subastas participar con el fin de maximizar los beneficios económicos. Estas acciones habrían afectado específicamente a la concesión del puerto de Santander.

Las actividades descritas objeto del expediente sancionador encajan dentro del tipo de **conductas colusorias**²², considerándose nulo cualquier acuerdo, decisión o recomendación colectiva, así como toda práctica concertada o conscientemente paralela que tenga como finalidad, genere o pueda generar efectos de impedir, restringir o distorsionar la competencia en la totalidad o parte del mercado nacional. Esto incluye, en particular, las siguientes acciones:

- i. La fijación, de manera directa o indirecta, de precios u otras condiciones comerciales o de servicio.
- ii. La restricción o el control de la producción, distribución, desarrollo técnico o inversiones.
- iii. La división del mercado o de las fuentes de suministro.
- iv. La imposición, en las relaciones comerciales o de servicio, de condiciones desiguales para prestaciones equivalentes, que sitúen a ciertos competidores en desventaja frente a otros.
- v. exigencia de aceptar prestaciones adicionales como condición para celebrar contratos, cuando tales prestaciones no guarden relación con el objeto de dichos contratos, ya sea por su naturaleza o por los usos comerciales.

En concreto, estamos ante un acuerdo de cooperación horizontal, esto es, acuerdo entre empresas que operan en el mismo nivel de la cadena de producción o suministro; debe probarse dos condiciones: (i) **fin fraudulento del acuerdo**, esto es, que tenga por objeto

²² Art. 101 TFUE y art. 1 LDC

impedir, restringir o falsear la competencia; y (ii) se trate de una **restricción**, ya sea por objeto o por efecto.

La **restricción por objeto** no requiere probar los efectos en el mercado ya que, debido a su naturaleza extremadamente perjudicial, se presume que constituye una restricción apreciable de la competencia (i.e. intercambiar información sensible, limitar la producción, repartirse el mercado, reducir la capacidad, entre otros).

En cuanto a la **restricción por efecto**, se trata de una práctica que tiene un impacto negativo apreciable sobre la competencia, esto es, que se dañan parámetros de bienestar del consumidor como pueden ser el precio, la calidad, la capacidad de elección sobre un producto, entre otros. Y, para demostrar ese efecto anticompetitivo en el mercado, es necesario analizar (i) la **naturaleza** y el **contenido** del acuerdo; y (ii) el **poder de mercado** a través de la cuota de mercado combinada, siendo de aplicación aquí la “*Comunicación de Minimis*”²³ que establece una “zona segura” del diez (10) por ciento, esto es, cuando la cuota de mercado combinada de las empresas no supera este umbral, la probabilidad de que se generen restricciones es muy baja, ya que las empresas no cuentan con suficiente poder para afectar negativamente al mercado.

Existe una **excepción** a la prohibición de acuerdos colusorios: no se aplicará a los acuerdos, decisiones, recomendaciones o prácticas que contribuyan a mejorar la producción, comercialización o distribución de bienes y servicios, o que fomenten el progreso técnico o económico, sin que sea necesaria una decisión previa para ello, siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

- i. Que permitan a los consumidores o usuarios beneficiarse de forma justa de las ventajas obtenidas.
- ii. Que no impongan a las empresas restricciones que no sean indispensables para alcanzar dichos objetivos, y
- iii. Que no concedan a las empresas participantes la posibilidad de eliminar la competencia en una parte sustancial de los productos o servicios afectados.

De no probarse las excepciones, este acuerdo se consideraría una **infracción muy grave**²⁴.

Las infracciones muy graves se sancionarán con multa de hasta el diez (10) por ciento del volumen de negocios total mundial de la empresa infractora en el ejercicio inmediatamente anterior al de imposición de la multa²⁵.

El volumen de negocios total de las asociaciones, uniones o agrupaciones de empresas se determinará tomando en consideración el volumen de negocios total mundial de sus miembros, salvo cuando en el mismo expediente se sancione tanto a empresas asociadas como a la asociación a la que pertenecen. En este caso, para la determinación del volumen de negocios total de las asociaciones, uniones o agrupaciones de empresas no se computará el volumen de negocios total mundial de las empresas asociadas que hayan sido sancionadas en el mismo expediente.

²³ Comunicación de la Comisión — Comunicación relativa a los acuerdos de menor importancia que no restringen la competencia de forma sensible en el sentido del artículo 101, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (Comunicación de minimis).

²⁴ Art. 62. 4 a) LDC

²⁵ Art. 63.1 c) LDC

En caso de que no sea posible delimitar el volumen de negocios, las infracciones muy graves podrán ser sancionadas con una multa de más de diez millones de euros (10.000.000,00 €)²⁶.

Además de la sanción prevista, cuando el infractor sea una persona jurídica, se podrá imponer una multa de hasta sesenta mil euros (60.000,00 €) a cada uno de sus representantes legales o a las personas que integran los órganos directivos que hayan intervenido en la conducta²⁷.

Quedando excluidas de la sanción aquellas personas que, formando parte de los órganos colegiados de administración, no hubieran asistido a las reuniones o hubieran votado en contra o salvado su voto.

1.4.4.1.1. Consideraciones jurídicas a la hora de plantear la compraventa

Con el fin de salvaguardar los intereses de Atlas Capital, se plantean las siguientes opciones a negociar con Estrella del Mar para incluir en el contrato de compraventa:

- i. **Cláusula de indemnización** (en adelante, “**Indemnity**”): La cláusula de indemnización busca proteger a Atlas Capital de posibles pérdidas, responsabilidades o daños que puedan surgir después de la compra debido a circunstancias previas a la operación. En el contrato, se especifican las situaciones en las que Estrella del Mar asumiría la responsabilidad, obligándose a compensar económicamente a Atlas Capital si esos eventos ocurren. Esto es especialmente útil para cubrir riesgos conocidos o situaciones identificadas durante la fase de due diligence. En concreto, se recomienda, dada la información que tenemos, incluir una Indemnity por el valor del juicio, esto es, treinta y seis mil euros (36.000,00€).
- ii. **Cuenta de depósito en garantía** (*escrow account*): Una cuenta de depósito en garantía (en adelante, “**Escrow**”) es un fondo retenido temporalmente, gestionado por un tercero neutral, donde se guarda una porción del precio de compra acordado. Esta cuenta se utiliza para cubrir posibles contingencias o incumplimientos de los términos del contrato por parte de Estrella del Mar. La cuenta de Escrow permite a Atlas Capital disponer de una reserva de fondos en caso de que se materialicen obligaciones de indemnización o se descubran problemas que afecten el valor de la empresa después de la compra. Los términos para liberar los fondos (total o parcialmente) se negocian previamente y se definen en el contrato.
- iii. **Cuenta de ajustes post-cierre** (*completion account*): La inclusión de una cuenta de ajustes post-cierre permite hacer correcciones en el precio de compra una vez finalizada la transacción, basándose en el estado financiero real de la empresa en el momento del cierre. Si, por ejemplo, se encuentran discrepancias en la situación de tesorería, deudas o inventarios de Estrella del Mar en comparación con las cifras presentadas durante la negociación, Atlas Capital puede ajustar el precio a pagar para reflejar de manera más precisa el valor de la empresa.
- iv. **Manifestaciones y garantías** (en adelante, “**Representations & Warranties**” o “**R&W**”): Las manifestaciones y garantías son compromisos formales de Estrella del Mar respecto al estado de la empresa. En el contrato, Estrella del Mar asegura, entre otras cosas, que su situación financiera, operativa, legal y fiscal es tal como

²⁶ Art. 63. 3 c) LDC

²⁷ Art. 63. 2 LDC

se ha expuesto a Atlas Capital, y que no existen pasivos ocultos o contingencias no declaradas. Si alguna de estas garantías resulta ser inexacta, Atlas Capital podría reclamar compensación o incluso revertir la compra, dependiendo de la gravedad de la situación. Esta cláusula es esencial para minimizar los riesgos relacionados con la falta de información o la existencia de problemas ocultos.

- v. **Seguro para Indemnity y Representations & Warranties** (en adelante, “**Bancassurance**”): Como medida adicional de protección, Atlas Capital puede considerar contratar un seguro para cubrir riesgos relacionados con las cláusulas de indemnización y las declaraciones y garantías. Este seguro garantiza que, en caso de incumplimiento o falsedad en las representaciones y garantías, Atlas Capital recibirá una compensación, incluso si Estrella del Mar no dispone de fondos suficientes para cubrir el reclamo.

1.4.4.1.2. Sobre la posible resolución del procedimiento o modulación de la multa

El Consejo de la CNMC puede cerrar el caso si se ofrecen compromisos suficientes para solucionar el problema²⁸, si las empresas investigadas proponen cambios que solucionen los problemas de competencia detectados. Esos cambios, llamados “**compromisos**”, deben asegurar que la competencia en el mercado no se verá afectada de manera negativa. Una vez que la CNMC acepta estos compromisos y los incluye en su resolución final, esos compromisos se vuelven totalmente obligatorios para las empresas involucradas. Esto significa que las empresas deben cumplir con lo acordado, ya que es igual de vinculante que cualquier otra resolución.

Esta opción de terminar el procedimiento sancionador mediante compromisos solo está disponible en la **fase de investigación y negociación**. Una vez que la Dirección de Investigación de la CNMC elabora un informe final proponiendo una resolución (como una sanción o multa), ya no es posible llegar a un acuerdo de cierre por compromiso.

En cuanto a la posibilidad de exención o reducción de la multa. La CNMC podrá **eximir del pago de la multa**²⁹ a la empresa cuando:

- i. Sea la primera en aportar elementos de prueba que, a juicio de la CNMC, le permitan ordenar el desarrollo de una inspección en relación con un cártel, siempre y cuando en el momento de aportarse aquellos no se disponga de elementos suficientes para ordenar la misma, o
- ii. Sea la primera en aportar elementos de prueba que, a juicio de la CNMC, le permitan comprobar una infracción en relación con un cártel, siempre y cuando, en el momento de aportarse los elementos, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia no disponga de elementos de prueba suficiente para establecer la existencia de la infracción y no se haya concedido una exención a una empresa o persona física.

Para que se conceda la **exención**, la empresa que haya presentado la correspondiente solicitud deberá cumplir los siguientes requisitos:

- i. Cooperar plena, continua y diligentemente con la CNMC, en los términos en que se establezcan reglamentariamente, a lo largo de todo el procedimiento administrativo de investigación.

²⁸ Art. 52 LDC

²⁹ Art. 65 LDC

- ii. Poner fin a su participación en la presunta infracción en el momento en que facilite los elementos de prueba a que hace referencia este artículo, excepto en aquellos supuestos en los que la CNMC estime necesario que dicha participación continúe con el fin de preservar la eficacia de una inspección.
- iii. No haber destruido elementos de prueba relacionados con la solicitud de exención ni haber revelado, directa o indirectamente, a terceros distintos de la Comisión Europea o de otras Autoridades de Competencia, su intención de presentar esta solicitud o su contenido.
- iv. No haber adoptado medidas para obligar a otras empresas a participar en la infracción.

La exención del pago de la multa concedida a una empresa beneficiará igualmente a las personas integrantes de los órganos directivos y que hayan intervenido en el acuerdo o decisión, siempre y cuando hayan colaborado con la CNMC.

En cuanto a la **reducción del importe de la multa**³⁰, se prevé para los casos en los que no se cumplan los requisitos establecidos anteriormente:

- i. faciliten elementos de prueba de la presunta infracción que aporten un valor añadido significativo con respecto a aquellos de los que ya dispongan la CNMC, y
- ii. cumplan los requisitos anteriormente descritos.

El nivel de reducción del importe de la multa se calculará atendiendo a la siguiente regla:

- La **primera empresa o persona** física que cumpla lo establecido en el apartado anterior, podrá beneficiarse de una reducción de entre el **treinta (30) y el cincuenta (50) por ciento**.
- La **segunda empresa o persona física** podrá beneficiarse de una reducción de entre el **veinte (20) y el treinta (30) por ciento**.
- Las **sucesivas** empresas o personas físicas podrán beneficiarse de una reducción de **hasta el veinte (20) por ciento del importe de la multa**.

La reducción del importe de la multa correspondiente a una empresa será aplicable, en el mismo porcentaje, a la multa que pudiera imponerse a sus representantes o a las personas que integran los órganos directivos que hayan intervenido en el acuerdo o decisión, siempre que hayan colaborado con la CNMC.

1.4.4.2. Procedimiento judicial

El procedimiento judicial afecta a la rama de actividad de transportes del puerto de Bilbao la cual no es objeto de compraventa, ya que se producen los daños en una plataforma elevadora, propiedad de Estrella del Mar, durante la realización de los trabajos de estiba llevados a cabo por una grúa pórtico propiedad de la sociedad Estrella del Mar.

La reclamación de treinta y seis mil euros (36.000,00 €) podría influir en la valoración de la empresa, ya que cualquier pasivo adicional o responsabilidad potencial podría reducir el valor percibido de los activos a vender. La existencia de este procedimiento debería considerarse en las negociaciones de precio y podría requerir un ajuste en el precio de compra o una retención en garantía hasta la resolución del litigio. Para protegerse, Atlas debería negociar la inclusión de una cláusula de indemnización que cubra posibles daños

³⁰ Art. 66 LDC

o costas asociadas con este litigio. También es posible que se solicite una retención de parte del precio de compra hasta que se resuelva el procedimiento judicial.

Dado que el incidente ocurrió mientras se realizaban trabajos de estiba con equipo propiedad de Estrella del Mar en un puerto gestionado por esta, la división de puertos de la empresa podría estar expuesta a esta y otras responsabilidades similares. Atlas querrá asegurarse de que cualquier riesgo relacionado con este procedimiento esté claramente delimitado, posiblemente solicitando garantías adicionales, como incluir una exclusión de responsabilidad en el contrato de compraventa, introducir alguna cláusula de Indemnity o Escrow. Otra posibilidad podría ser establecer una condición suspensiva que implique el retraso del cierre hasta que se haya dictado sentencia firme sobre la contingencia.

1.4.4.3. *Pacto de no competencia*

El pacto de no competencia (*non-compete*) es un acuerdo que tiene por objeto asegurar al comprador que, una vez se concluya la operación, la parte vendedora no va a crear una nueva empresa idéntica que compita con la que acaba de vender produciendo una minoración en el valor de la empresa vendida y causando un perjuicio en el comprador.

Debe tenerse en cuenta que los contratos no solo obligan al cumplimiento de lo expresamente pactado³¹, sino que también, según su naturaleza, obligan a todas las consecuencias que sean conformes a la buena fe, los usos y la Ley³². Así las cosas, el marco jurídico que regula estos pactos es el derecho general de obligaciones y contratos³³, esto es los artículos 1254, 1255, 1257, 1258, 1101 y 1124 del Código Civil, principalmente. De esta forma, aunque no haya sido expresamente pactado, la buena fe le impone a la parte vendedora una serie de compromisos que se traducen en un comportamiento activo (obligación de hacer) y otro negativo (obligación de no hacer)³⁴.

Para que el pacto de no competencia tenga validez deben concurrir ciertas características:

- i. **Interés efectivo industrial o comercial por parte del empresario.**
- ii. **Duración**, al no existir una regulación expresa, se suele aplicar por analogía el plazo máximo de 2 años, contemplado para los contratos de agencia, o de hasta 3 años³⁵, pudiendo ser de una mayor duración si hay justa causa para proteger al comprador, esto es, para proteger el objeto del contrato de compraventa, admitiendo en casos muy concretos la posibilidad de pactar plazos de no competencia de hasta cinco y diez años, por causas excepcionales, esto es, con la debida justificación del mayor plazo³⁶. Sin embargo, suelen considerarse nulas las cláusulas que incluyen una duración superior a los 3 años³⁷.
- iii. **Compensación económica adecuada** que dependerá del ámbito espacial, funcional y temporal incluido en la cláusula.

En este caso, el cliente solicita una duración de 5 años y una extensión por toda la región del Mediterráneo, lo que podría resultar abusivo e incluso llegar a considerarse un pacto

³¹ Art. 1255 CC

³² Art. 1258 CC

³³ Sentencias del Tribunal Supremo 301/2012, de 18 de mayo de 2012; y 303/2016, de 9 de mayo de 2016

³⁴ Sentencia del Tribunal Supremo 303/2016, de 9 de mayo de 2016

³⁵ Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000 (caso Clayton Dubilier & Rise/Italtel)

³⁶ Comisión en su caso Volvo/Renault VI; y el TJCE en su sentencia de 11 de julio de 1985 (caso Nutricia)

³⁷ Sentencia 164/2008, de la Audiencia Provincial de Barcelona (Secc. 15ª); y Sentencia 350/2015, de la Audiencia Provincial de Madrid (Secc. 28ª)

colusorio de reparto de mercado por parte de las autoridades de control de la competencia e incluso una concentración económica como abordaremos a continuación. No obstante, dada la práctica generalizada de este tipo de pactos y la reiterada jurisprudencia que subraya la naturaleza contractual y no competencial de este pacto, parece que, siempre que se indique el efectivo interés comercial por parte del comprador, una duración moderada y una compensación económica adecuada que se reflejará en el contrato de compraventa.

Por tanto, de acuerdo con lo anterior, se recomienda:

- i. Enunciar correctamente el **interés comercial** que inspira el pacto de no competencia, esto es, más allá de las obligaciones inherentes al contrato de compraventa de hacer y de no hacer, debe especificarse concretamente cuáles son esas obligaciones:
 - Obligaciones de hacer, serían aquellas como 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.
 - Obligaciones de no hacer, consisten en la obligación de 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.
- ii. Establecer una **duración moderada y racional**, se podrá intentar negociar una duración de cinco (5) años, pero esto llevará aparejado una contraprestación económica mayor; siendo recomendable reducir la duración a la duración generalmente aceptada de tres (3) años, reduciendo así la compensación económica.
- iii. La **compensación económica** deberá negociarse teniendo en cuenta el precio final acordado, el conjunto de representaciones y garantías realizadas por el vendedor, así como otras contingencias que deban tenerse en cuenta.

1.4.4.4. Necesidad de obtener la autorización de la CNMC

Cuando se entienda que se produce una concentración económica a los efectos de la LDC, con **causa en el cambio de control de la totalidad o parte de una empresa** se requerirá una autorización de la CNMC. **Deben notificar conjuntamente** las partes que participen en el cambio de control. El cambio de control puede ser como consecuencia de³⁸:

- i. La fusión de dos o más empresas anteriormente independientes, o
- ii. La adquisición por una empresa del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas; o
- iii. La creación de una empresa en participación y, en general, la adquisición del control conjunto sobre una o varias empresas, cuando éstas desempeñen de forma permanente las funciones de una entidad económica autónoma.

³⁸ Art. 7 LDC

El procedimiento de control previsto en la ley se aplicará a las concentraciones económicas cuando concurra al menos una de las dos circunstancias siguientes³⁹:

- i. Que como consecuencia de la concentración se adquiriera o se incremente una cuota igual o superior al treinta (30) por ciento del mercado relevante de producto o servicio en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo. Quedan exentas del procedimiento de control todas aquellas concentraciones económicas en las que el volumen de negocios global en España de la sociedad adquirida o de los activos adquiridos en el último ejercicio contable no supere la cantidad de diez millones de euros (10.000.000,00 €), siempre y cuando las partícipes no tengan una cuota individual o conjunta igual o superior al cincuenta (50) por ciento en cualquiera de los mercados afectados, en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo.
- ii. Que el volumen de negocios global en España del conjunto de los partícipes supere en el último ejercicio contable la cantidad de doscientos cuarenta millones de euros (240.000.000,00 €), siempre que al menos dos de los partícipes realicen individualmente en España un volumen de negocios superior a sesenta millones de euros (60.000.000,00 €).

En todo caso, con independencia de que se cumpla alguno de los anteriores umbrales, para que una operación de concentración económica sea notificable a la CNMC, la misma no debe tener dimensión comunitaria, tal como se establece en el Reglamento comunitario de concentraciones.

Las concentraciones económicas que cumplan con los requisitos descritos anteriormente deberán notificarse a la Comisión Nacional de la Competencia previamente a su ejecución⁴⁰.

No pudiendo ejecutarse hasta que haya recaído y sea ejecutiva la autorización expresa o tácita de la Administración en los términos previstos en la LDC sobre **silencio administrativo**, salvo en caso de **levantamiento de la suspensión**.

En el caso de que una concentración sujeta a control según lo previsto la ley no hubiese sido notificada a la CNMC, ésta, de oficio, requerirá a las partes obligadas a notificar para que efectúen la correspondiente notificación en un plazo no superior a veinte días a contar desde la recepción del requerimiento. Como consecuencia de esto, no se beneficiarán del silencio positivo.

Transcurrido el plazo para notificar sin que se haya producido la notificación, la Dirección de Investigación podrá iniciar de oficio el expediente de control de concentraciones, sin perjuicio de la aplicación de las sanciones y multas coercitivas previstas en los artículos 61 a 70 de la LDC, ya que se podría considerar una infracción leve⁴¹, si se presenta fuera de plazo o no se notifica cuando haya sido requerida de oficio; o grave⁴² si se ejecuta la concentración antes de haber sido notificada o antes de que haya recaído y sea ejecutiva la resolución autorizándola.

³⁹ Art. 8 LDC

⁴⁰ Art. 9 LDC

⁴¹ Art. 62.2 LDC

⁴² Art. 62.3 b) LDC

Todos los puertos españoles objeto de la transacción (Bilbao, Ferrol y Santander) tienen la consideración de **puertos de interés general**⁴³, esto es, que les es de aplicación alguna de las siguientes circunstancias:

- i. Que se efectúen en ellos actividades comerciales marítimas internacionales.
- ii. Que su zona de influencia comercial afecte de forma relevante a más de una Comunidad Autónoma.
- iii. Que sirvan a industrias o establecimientos de importancia estratégica para la economía nacional.
- iv. Que el volumen anual y las características de sus actividades comerciales marítimas alcancen niveles suficientemente relevantes o respondan a necesidades esenciales de la actividad económica general del Estado.
- v. Que por sus especiales condiciones técnicas o geográficas constituyan elementos esenciales para la seguridad del tráfico marítimo, especialmente en territorios insulares.

Todo ello en virtud del artículo 149.1.20 a) de la Constitución Española que establece que el **Estado tiene competencia exclusiva** en materia de marina mercante y abanderamiento de buques; iluminación de costas y señales marítimas, y **puertos de interés general**.

Por lo que, podría apreciarse una concentración por adquirir una cuota igual o superior al treinta (30) por ciento del mercado relevante, en este caso, los puertos de interés general. Todo ello si tenemos en cuenta los puertos que controla Andalusia Harbors en el sur de la península. La solicitud de autorización sería un punto a tener en cuenta, a la hora de negociar y de planificar los plazos de la operación.

1.4.4.4.1. Plazos

El **plazo** máximo para dictar y notificar las resoluciones del Consejo de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia en el procedimiento de control de concentraciones será⁴⁴:

- i. De **un mes** en la **primera fase**⁴⁵, a contar desde la recepción en forma de la notificación por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. Transcurrido el plazo máximo establecido para la resolución se determinará la estimación de la correspondiente solicitud por **silencio administrativo positivo**⁴⁶, salvo en los casos indicados anteriormente.
- ii. De **tres meses** en la **segunda fase**⁴⁷, a contar desde la fecha en que el Consejo de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia acuerda la apertura de la segunda fase. Transcurrido el plazo máximo establecido para la resolución se determinará la estimación de la correspondiente solicitud por **silencio administrativo positivo**⁴⁸, salvo en los casos indicados anteriormente.
- iii. De **quince días** en el caso de **operaciones que cumplan las condiciones para utilizar el formulario abreviado**, siempre y cuando se haya dirigido a la

⁴³ Art. 4 Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante

⁴⁴ Art. 36.2 LDC

⁴⁵ Art. 57 LDC

⁴⁶ Art. 38.2 LDC

⁴⁷ Art. 58 LDC

⁴⁸ Art. 38.3 LDC

Dirección de Competencia, con carácter previo a la notificación, un borrador confidencial de formulario de notificación con el fin de aclarar los aspectos formales o sustantivos de la concentración.

El Consejo de la Comisión Nacional de la Competencia podrá acordar el **levantamiento de la suspensión**⁴⁹ de la ejecución de la concentración a propuesta de la Dirección de Investigación y previa solicitud motivada. La resolución se dictará previa ponderación, entre otros factores, del perjuicio que causaría la suspensión de la ejecución a las empresas partícipes en la concentración y del que la ejecución de la operación causaría a la libre competencia. El levantamiento de la suspensión de la ejecución podrá estar subordinado al cumplimiento de condiciones y obligaciones que garanticen la eficacia de la decisión que finalmente se adopte.

1.4.4.4.2. ¿Qué criterios examina la CNMC?⁵⁰

El criterio principal de la CNMC es la posible obstaculización del mantenimiento de una competencia efectiva en todo o en parte del mercado nacional. En concreto, atendiendo, entre otros, a los siguientes elementos:

- i. la estructura de todos los mercados relevantes,
- ii. la posición en los mercados de las empresas afectadas, su fortaleza económica y financiera,
- iii. la competencia real o potencial de empresas situadas dentro o fuera del territorio nacional,
- iv. las posibilidades de elección de proveedores y consumidores, su acceso a las fuentes de suministro o a los mercados,
- v. la existencia de barreras para el acceso a dichos mercados,
- vi. la evolución de la oferta y de la demanda de los productos y servicios de que se trate,
- vii. el poder de negociación de la demanda o de la oferta y su capacidad para compensar la posición en el mercado de las empresas afectadas,
- viii. las eficiencias económicas derivadas de la operación de concentración y, en particular, la contribución que la concentración pueda aportar a la mejora de los sistemas de producción o comercialización, así como a la competitividad empresarial, y la medida en que dichas eficiencias sean trasladadas a los consumidores intermedios y finales, en concreto, en la forma de una mayor o mejor oferta y de menores precios.

Además, el Consejo de Ministros⁵¹, podrá valorar las concentraciones económicas atendiendo a criterios de interés general distintos de la defensa de la competencia. En particular, los siguientes:

- i. defensa y seguridad nacional,
- ii. protección de la seguridad o salud públicas,
- iii. libre circulación de bienes y servicios dentro del territorio nacional,

⁴⁹ Art. 9 LDC

⁵⁰ Art. 10 LDC

⁵¹ Art. 60 LDC

- iv. protección del medio ambiente,
- v. promoción de la investigación y el desarrollo tecnológicos,
- vi. garantía de un adecuado mantenimiento de los objetivos de la regulación sectorial.

2. Cliente: Estrella del Mar. OPA

2.1. Objeto

El presente informe (el “**Informe**”) tiene por objeto analizar las cuestiones planteadas por el equipo directivo de Estrella del Mar, S.A. (en adelante, “**Estrella del Mar**” o “**Sociedad Absorbida**”) y la familia Machado, accionista mayoritaria de dicha sociedad, en relación con la viabilidad de las operaciones propuestas y sus implicaciones legales. En particular, este dictamen abordará:

1. **Adquisición de una participación minoritaria en OceanShip, S.A.** (en adelante, “**OceanShip**” o “**Sociedad Absorbente**”): se evaluará la posibilidad de estructurar la operación de compraventa sin incurrir en la obligación de formular una oferta pública de adquisición (en adelante, la “**OPA**”) obligatoria. Y se realizará un análisis de las consecuencias legales y prácticas derivadas del programa de recompra de acciones que OceanShip prevé implementar en los próximos meses, en caso de materializarse.
2. **Fusión entre Estrella del Mar y OceanShip:** se estudiará la viabilidad de estructurar la fusión de forma que la familia Machado no incurra en la obligación de lanzar una OPA obligatoria, considerando la participación resultante del cincuenta y siete (57) por ciento. Sobre el resultado se ilustrará una versión preliminar del posible calendario y principales pasos legales y regulatorios necesarios para implementar la integración desde el punto de vista del derecho societario y de mercado de valores.
3. **Impugnación de la fusión por la familia Azcona:** se analizarán las repercusiones del pacto de accionistas firmado en 1987 entre la familia Machado y la familia Azcona (en adelante, el “**Pacto de Accionistas**” o el “**Pacto**”), particularmente en lo relativo a la exigencia del consentimiento de la familia Azcona para cualquier modificación estructural. Así como se evaluará la justificación económica de la operación para Estrella del Mar. También se hará un análisis del impacto que la acción legal anunciada podría tener en la validez del acuerdo de fusión, diferenciando entre los escenarios en que la fusión haya sido inscrita o no en el Registro Mercantil.

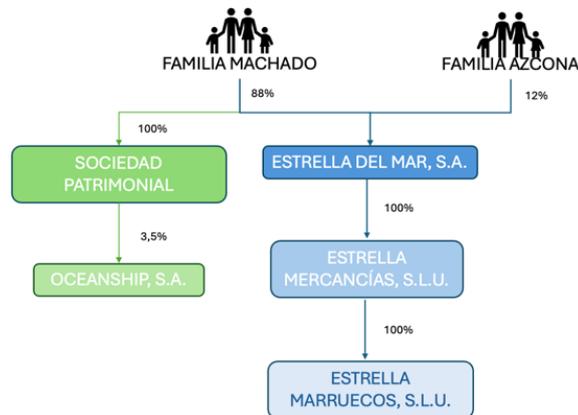
En adelante, OceanShip y Estrella del Mar serán denominadas conjuntamente las “**Sociedades Participantes**”.

En los apartados siguientes se desarrollará cada uno de los puntos indicados, con el objetivo de proporcionar al cliente una visión clara de los riesgos, oportunidades y posibles vías de actuación frente a las situaciones planteadas.

2.2. Estructura societaria de ambas sociedades

Estrella del Mar está participada por dos familias: la familia Machado en un ochenta y ocho (88) por ciento y la familia Azcona en un doce (12) por ciento. A su vez, la familia Machado ostenta la participación total en una sociedad patrimonial que tiene una participación del tres con cinco (3,5) por ciento en OceanShip.

El esquema societario del que partimos es el siguiente:



2.3. Normativa aplicable

Para la elaboración del presente informe se ha analizado la normativa de ámbito nacional y europeo que se describe a continuación:

- Código Civil Español (en adelante, “CC”).
- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (en adelante, “LMV”).
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, “RD OPA”).
- 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”).
- Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea (en adelante, “LME”).

2.4. Adquisición de una participación minoritaria en OceanShip

Estrella del Mar pretende adquirir una participación minoritaria en OceanShip evitando el escenario de una OPA obligatoria, para ello pasamos a analizar la normativa aplicable a este punto. La normativa establece que una OPA obligatoria debe lanzarse cuando alguien alcanza el **control**⁵² de una sociedad cotizada, esto ocurre si:

- Se adquiere directa o indirectamente el **treinta (30) por ciento o más de los derechos de voto.**
- Se alcanza un porcentaje inferior al treinta (30) por ciento, pero se designan en los próximos veinticuatro (24) meses a consejeros que representen **más de la mitad del consejo de administración.**

⁵² Art. 4 RD OPA y art. 111 LMV

Por lo tanto, si la operación de compraventa implica que Estrella del Mar alcanza el control, ya sea directo o indirecto, de OceanShip conforme a estos criterios, será obligatorio lanzar una OPA.

La familia Machado tiene una **participación indirecta** en OceanShip al tener una participación minoritaria del tres con cinco (3,5) por ciento en OceanShip a través de una sociedad patrimonial, este porcentaje debe tenerse en cuenta para la estimación total del control del treinta (30) por ciento de los derechos de voto.

Otro punto a tener en cuenta es el **programa de recompra de acciones anunciado por OceanShip** (en adelante el “**programa de recompra**”), en virtud del cual podría reducir en un uno (1) por ciento el capital en circulación. Esto tiene implicaciones importantes ya que, si disminuye el número total de acciones, el porcentaje de derechos de voto de Estrella del Mar aumentaría proporcionalmente sin necesidad de adquirir más acciones y esto podría hacer que se alcance o supere el umbral del treinta (30) por ciento indirectamente, desencadenando la obligación de lanzar una OPA.

Por tanto, en lugar de adquirir un veintinueve con siete (29,7) por ciento que es la participación deseada, se deberá reducir este porcentaje, en un tres con cinco (3,5) por ciento dada la participación indirecta de la familia Machado a través de la sociedad patrimonial de la que ostenta la participación total. De no reducir la participación deseada, la participación resultante superaría el umbral máximo establecido en la ley, esto es el treinta (30) por ciento. Por ello, la participación a adquirir por parte de Estrella del Mar no debe ser superior al veintiséis con cinco (26,5) por ciento siempre que no se lance el programa de recompra.

El programa de recompra afectaría hasta a un uno (1) por ciento del capital social de OceanShip que actualmente se encuentra en circulación, y esto repercutiría en la operación de adquisición de una participación en dicha sociedad por parte de Estrella del Mar.

La recompra de acciones reduciría el capital en circulación a un noventa y nueve (99) por ciento, elevando así la participación de la familia Machado a un tres con cincuenta y tres (3,53) por ciento, por lo que la participación a adquirir por parte de Estrella del Mar debería ajustarse en consecuencia, pudiendo adquirir hasta un máximo de veintiséis con cuarenta y siete (26,47) por ciento.

De esta forma, los porcentajes máximos que se podrían adquirir, en ambas situaciones, son los siguientes:

- i. En caso de que no haya una recompra de acciones, el porcentaje máximo que puede adquirirse sin la obligación de lanzar una OPA es del veintiséis con cinco (26,5) por ciento; y
- ii. En caso de tener lugar el programa de recompra de acciones, el porcentaje máximo a adquirir sin la obligación de lanzar una OPA es del veintiséis con cuarenta y siete (26,47) por ciento.

2.4.1. Posibles riesgos⁵³

En caso de incumplir con la obligación de formular la OPA, el accionista no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, de ninguno de los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y de los valores que

⁵³ Art. 27 RD OPA

correspondan a quienes actúen concertadamente con él. Pudiéndose únicamente recuperar los derechos políticos suspendidos de acuerdo con lo dispuesto en el apartado anterior mediante la formulación de una oferta pública de adquisición sobre la totalidad de los valores de la sociedad.

Teniendo la consideración, a estos efectos, de derechos políticos los siguientes:

- i. el derecho de asistir y votar en las Juntas y Asambleas Generales;
- ii. el derecho de información;
- iii. el derecho de suscripción preferente;
- iv. el derecho a formar parte de los órganos de administración de la sociedad;
- v. el derecho a impugnar los acuerdos sociales, salvo que éstos sean contrarios a la Ley; y,
- vi. todos aquéllos que no tengan un contenido exclusivamente económico.

2.5. Fusión por absorción entre Estrella del Mar y OceanShip

2.5.1. Supuesto excluido de formular una OPA

La siguiente operación que se plantea es la fusión por la que OceanShip absorbe Estrella del Mar, fusión por absorción tras la cual, la familia Machado ostentaría una participación social del cincuenta y siete (57) por ciento de la sociedad resultante. Esta operación también pretende realizarse sin lanzar una OPA obligatoria.

La ley nos indica que no será obligatoria la formulación de una oferta pública de adquisición cuando los accionistas de las sociedades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto que se establece como límite en la normativa, esto es un treinta (30) por ciento, 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.⁵⁴

Correspondiendo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, la “CNMV”) acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por el accionista, que no resulta exigible una oferta pública, una vez comprobado que se dan las circunstancias de la exclusión.

Por lo tanto, los accionistas de la sociedad afectada quedarán exentos de la obligación de lanzar una OPA, siempre y cuando no hayan votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente y se pueda demostrar que la operación tiene como objetivo principal un propósito industrial o empresarial, y no la adquisición del control de la sociedad.

Será necesario que la CNMV verifique el cumplimiento de estos requisitos. Para ello, el accionista deberá solicitar, dentro de un plazo de quince (15) días, que la CNMV confirme expresamente la aplicación de la exención.

De esta forma, la familia Machado no estará obligada a lanzar una OPA, siempre que la CNMV aprecie el cumplimiento de dos condiciones. En primer lugar, la solicitud de exención debe demostrar que ni la familia Machado ni ningún tercero actuando en conjunto con ella votaron a favor de la fusión en la junta general. En segundo lugar, la fusión debe tener como objetivo principal un fin industrial o empresarial, y no la adquisición del control de la sociedad afectada.

⁵⁴ Art. 8 g) RD OPA

2.5.2. Fusión por absorción: principales pasos y calendario tentativo

La fusión que se pretende resultaría en la absorción de una sociedad por otra ya existente, ésta **adquirirá por sucesión universal el patrimonio de la sociedad absorbida**, que se extinguirán, aumentando, en su caso, el capital social de la sociedad absorbente en la cuantía que proceda⁵⁵.

El procedimiento para la fusión implica la redacción de un proyecto común de fusión⁵⁶ (en adelante, el “**Proyecto de Fusión**”), que prepararán los administradores de cada una de las sociedades que participen en la fusión. Suscrito el Proyecto de Fusión, los administradores de las sociedades que se fusionen se abstendrán de realizar cualquier actuación que pudiera comprometer la aprobación del proyecto o modificar sustancialmente la relación de canje de las acciones. El Proyecto de Fusión quedará sin efecto si no se aprueba, en el plazo de seis (6) meses, por las juntas de socios de cada sociedad que participe en la fusión.

El contenido del Proyecto de Fusión es el siguiente⁵⁷:

- i. Los datos identificadores de la inscripción de las sociedades participantes en el Registro Mercantil.
- ii. Los de la sociedad resultante de la fusión.
- iii. El tipo de canje de las acciones la compensación complementaria en dinero si se hubiera previsto y, en su caso, el procedimiento de canje.
- iv. La incidencia que la fusión haya de tener sobre las aportaciones de industria o en las prestaciones accesorias en las sociedades que se extinguen y las compensaciones que vayan a otorgarse, en su caso, a los socios afectados en la Sociedad Resultante.
- v. La fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas acciones tendrán derecho a participar en las ganancias sociales y cualesquiera peculiaridades relativas a este derecho.
- vi. La fecha a partir de la cual la fusión tendrá efectos contables.
- vii. La información sobre la valoración del activo y pasivo del patrimonio de cada sociedad que se transmita a la sociedad resultante.
- viii. Las fechas de las cuentas de las sociedades que se fusionan utilizadas para establecer las condiciones en que se realiza la fusión.
- ix. La acreditación de encontrarse al corriente en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social, mediante la aportación de los correspondientes certificados, válidos y emitidos por el órgano competente.

Además, el Proyecto de Fusión incluirá⁵⁸:

- i. El balance de la sociedad a transformar, que deberá estar cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha prevista para la reunión, junto con un informe sobre las modificaciones patrimoniales significativas que hayan podido tener lugar con posterioridad al mismo.
- ii. El informe del auditor de cuentas sobre el balance presentado, en su caso.

Al ser ambas sociedades sociedades anónimas, los administradores de ambas deberán solicitar⁵⁹ del registrador mercantil correspondiente al domicilio social de la sociedad

⁵⁵ Art. 34 LME

⁵⁶ Art. 39 LME

⁵⁷ Art. 40 LME

⁵⁸ Art. 20 LME

⁵⁹ Art. 41 LME

absorbente o del que figure en el proyecto común de fusión como domicilio de la nueva sociedad, el nombramiento de uno o varios expertos independientes y distintos, para que, conjuntamente o por separado, emitan **informe sobre el proyecto común de fusión** (el “**Informe del Experto**”). El Informe del Experto debe contener:

- i. los métodos seguidos por los administradores para establecer el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de los socios de las sociedades que se extinguen; y
- ii. manifestar la opinión de si el patrimonio de las sociedades que se extinguen es igual, al menos, al capital de la nueva sociedad o al importe del aumento del capital de la sociedad absorbente cuando la nueva sociedad o la sociedad absorbente sea una sociedad anónima o comanditaria por acciones.

Antes de la publicación del anuncio de convocatoria de las juntas generales que hayan de resolver sobre la fusión o de la comunicación individual de ese anuncio a los socios, los administradores deberán⁶⁰ insertar en la página web de la sociedad, con posibilidad de descargarlos e imprimirlos o, si no tuviera página web, poner a disposición de los socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales y de los representantes de los trabajadores, en el domicilio social, los siguientes documentos:

- i. Las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos ejercicios, así como los correspondientes informes de los auditores de cuentas de las sociedades en las que fueran legalmente exigibles.
- ii. El balance de fusión de cada una de las sociedades, cuando sea distinto del último balance anual aprobado, acompañado, si fuera exigible, del informe de auditoría o, en el caso de fusión de sociedades cotizadas, el informe financiero semestral por el que el balance se hubiera sustituido.
- iii. Los estatutos sociales vigentes incorporados a escritura pública y, en su caso, los pactos relevantes que vayan a constar en documento público.
- iv. El texto íntegro de los estatutos de la Sociedad Absorbente o, a falta de estos, de la escritura por la que se rija, incluyendo destacadamente las modificaciones que hayan de introducirse.
- v. La identidad de los administradores de las sociedades que participan en la fusión, la fecha desde la que desempeñan sus cargos y, en su caso, las mismas indicaciones de quienes vayan a ser propuestos como administradores como consecuencia de la fusión.

La fusión **debe ser acordada por la junta general de cada una de las sociedades que participen en ella**⁶¹ (el “**Acuerdo de fusión**”). Cualquier acuerdo de una sociedad que modifique unilateralmente el proyecto de fusión equivaldrá al rechazo de la propuesta.

El Acuerdo de fusión exigirá⁶² el consentimiento de todos los socios que, por virtud de la fusión, pasen a responder ilimitadamente de las deudas sociales, así como el de los socios de las sociedades que se extingan que hayan de asumir obligaciones personales en la sociedad resultante de la fusión.

Siendo también necesario, en su caso, el consentimiento individual de los titulares de derechos especiales distintos de las acciones cuando no disfruten, en la sociedad resultante de la fusión, de derechos equivalentes a los que les correspondían en la sociedad

⁶⁰ Art. 46 LME

⁶¹ Art. 47 LME

⁶² Art. 48 LME

extinguida, a no ser que la modificación de tales derechos hubiera sido aprobada, en su caso, por la asamblea de esos titulares.

Las sociedades que se fusionan elevarán el acuerdo de fusión adoptado a **escritura pública y se inscribirá en el Registro Mercantil**⁶³. La escritura pública se incorporará el balance de fusión de aquéllas o, en el caso de fusión de sociedades cotizadas, el informe financiero semestral por el que el balance se hubiera sustituido. Además, en este caso, la escritura contendrá las modificaciones estatutarias acordadas por la Sociedad Absorbente con motivo de la fusión y el número, clase y serie de las acciones que hayan de ser atribuidas a cada uno de los nuevos socios.

En cuanto al calendario de actuación, una aproximación sería la siguiente:

	ACTUACIÓN	PLAZOS
1.	Balances de fusión de las Sociedades Participantes cerrados a 31 de diciembre de 2026.	31 de enero de 2027
2.	Determinación de los bienes registrables objeto de traspaso; preparación del listado de trabajadores (sin datos personales, solamente con código) que se traspasarán a la Sociedad.	31 de enero de 2027
3.	Obtención de los certificados acreditativos de encontrarse las Sociedades Participantes al corriente del cumplimiento de las obligaciones tributarias y de Seguridad Social, emitidos por el órgano competente.	31 de enero de 2027
4.	Redacción del Proyecto de Fusión.	31 de enero de 2027
5.	Redacción del Informe del Órgano de Administración.	31 de enero de 2027
5.	Solicitud al Registro Mercantil del nombramiento del experto independiente para la emisión de un único informe sobre la Fusión.	31 de enero de 2027
6.	Acta de los órganos de administración de las Sociedades Participantes, para la formulación de: <ul style="list-style-type: none"> i. El balance de fusión. ii. El Proyecto de Fusión. iii. El Informe del Órgano de Administración. 	31 de enero de 2027
7.	Nombramiento del experto independiente.	15 de febrero de 2027
8.	Aceptación de la designación por parte del experto independiente.	20 de febrero de 2027
9.	Emisión informe auditoria, en su caso, de la Sociedad sometida a ella.	28 de febrero de 2027
10.	Emisión del Informe de Experto Independiente.	20 de marzo de 2027

⁶³ Arts. 50 y 51 LME

11.	Remisión por vía electrónica a los representantes de los trabajadores (o trabajadores en caso de no haber representantes) de las Sociedades Participantes del Informe, junto con el Proyecto, con acuse de recibo y de lectura.	20 de marzo de 2027
12.	<p>Puesta a disposición de los socios y representantes de los trabajadores (o trabajadores en caso de no haber representantes) de las Sociedades Participantes en los respectivos domicilios sociales de los siguientes documentos:</p> <ul style="list-style-type: none"> i. Las cuentas anuales, el informe de auditoría de la Sociedad obligada a ello y los informes de gestión de los últimos tres (3) ejercicios de las Sociedades Participantes ii. El balance de fusión de las Sociedades Participantes iii. Los estatutos sociales vigentes de las Sociedades Participantes iv. El texto íntegro de los estatutos de la sociedad absorbente o, a falta de estos, de la escritura por la que se rijan, incluyendo destacadamente las modificaciones que hayan de introducirse; y v. La identidad de los administradores de las Sociedades Participantes y la fecha desde la que desempeñan sus cargos; y la misma información sobre los administradores propuestos para la Sociedad Absorbente tras la fusión, en su caso. 	20 de marzo de 2027
13.	Inicio del plazo de un mes para la emisión de opinión por los trabajadores de las Sociedades Participantes sobre el Informe y de la puesta a disposición de la información y documentación referida en el punto anterior.	20 de marzo de 2027
14.	Finalización del plazo de un mes referido en el punto anterior.	20 de abril de 2027
15.	<p>Acta de la junta general de accionistas de la Sociedad Absorbente para la adopción de las siguientes decisiones:</p> <ul style="list-style-type: none"> i. En su caso, toma de conocimiento del Informe y, en su caso, de las opiniones presentadas por los trabajadores en relación con dicho Informe; ii. Aprobación del balance de fusión, y del informe de auditoría; iii. Aprobación del Proyecto; iv. Aprobación de la fusión; v. Aprobación del aumento de capital; y vi. Modificación del artículo de los estatutos sociales relativo al aumento de capital social. 	23 de abril de 2027

16.	Certificación del acta de la junta general de accionista de la Sociedad Absorbente referida en el punto anterior.	23 de abril de 2027
17.	Acta de la junta general de accionistas de la Sociedad Absorbida para la adopción de las siguientes decisiones: <ul style="list-style-type: none"> i. Toma de conocimiento del Informe y, en su caso, de las opiniones presentadas por los trabajadores en relación con dicho Informe; ii. Aprobación del balance de fusión; iii. Aprobación del Proyecto de Fusión; y iv. Aprobación de la Fusión. 	23 de abril de 2027
18.	Certificación del acta de la junta general de accionistas de la Sociedad Absorbida referida en el punto anterior.	23 de abril de 2027
19.	Publicación de las decisiones y los acuerdos relativos a la aprobación de la Fusión en el “Boletín Oficial del Registro Mercantil” y en uno de los diarios de mayor difusión de la provincia del domicilio social de la sociedad. En el anuncio se hará constar el derecho que asiste a los accionistas y acreedores de las Sociedades Participantes, de obtener el texto íntegro de las decisiones y los acuerdos adoptados, y de los Balances de Fusión.	23 de abril de 2027
20.	Realización de notificaciones y obtención de las autorizaciones que sean necesarias en el marco de la fusión (i.e. contratos administrativos, aseguradoras, entidades financieras acreedoras, proveedores de servicios, etc.).	23 de abril de 2027
21.	Otorgamiento ante notario de la escritura pública de fusión.	23 de abril de 2027
22.	Actualización del libro de registro de accionistas de la Sociedad Absorbente, como consecuencia del aumento de capital social aprobado en el marco de la fusión.	23 de abril de 2027
23.	Presentación del modelo 600 de liquidación del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados en s versión de operaciones societarias, correspondiente a la escritura de fusión.	23 de abril de 2027
24.	Presentación telemática de la escritura pública de fusión en el Registro Mercantil correspondiente.	23 de abril de 2027
25.	Tramites laborales para dar de baja a los trabajadores de la Sociedad Absorbida y para darlos de alta en la Sociedad Absorbente.	24 de abril de 2027
26.	Anotación de inexistencia de obstáculos a la fusión por el Registro Mercantil correspondiente.	14 de mayo de 2027
27.	Inscripción de la escritura de fusión en el Registro Mercantil correspondiente.	4 de junio de 2027

28.	Presentación telemática de la escritura pública de fusión en los correspondientes Registros de la Propiedad y otros Registros Públicos correspondientes.	6 de junio de 2027
29.	En su caso, solicitud de acogimiento al régimen fiscal especial de operaciones de reorganización.	6 de junio de 2027
30.	Presentación de la baja censal de la Sociedad Absorbida (modelo 036) y del Impuesto sobre Actividades Económicas que se deriven de la fusión.	6 de junio de 2027
31.	Notificación a las correspondientes Autoridades Públicas y a los correspondientes Registro Públicos de la subrogación de la Sociedad Absorbente en la posición de la Sociedad Absorbida, en relación con licencias administrativas, subvenciones, demás bienes y derechos inscribibles en registros públicos que sean aplicables, en su caso.	6 de junio de 2027
32.	En su caso, escritura de fusión en los correspondientes Registros de la Propiedad	6 de junio de 2027

2.6. Posible impugnación del Pacto de Accionistas de 1987

Para analizar un pacto de accionistas, es fundamental tener en cuenta una serie de principios jurídicos que determinan la aplicabilidad y los límites de los acuerdos entre los socios frente a la sociedad en cuestión. Los pactos de accionistas, al ser acuerdos de naturaleza obligacional entre los socios firmantes, no tienen la capacidad de imponer obligaciones a la sociedad si esta no es parte del pacto.

El análisis de este tipo de pactos debe considerar la **autonomía de la sociedad como persona jurídica, separada de los intereses y decisiones de sus socios**. La sociedad, a través de sus órganos competentes, debe tomar las decisiones que afectan a su patrimonio y estructura, y no puede ser obligada a ejecutar actos que derivan de pactos externos no formalizados en su régimen estatutario. El **principio de relatividad de los contratos**⁶⁴, refuerza la inoponibilidad de los pactos de accionistas a la sociedad, en términos legales, los acuerdos entre socios solo son vinculantes para aquellos que los firman, sin que afecten directamente a la sociedad si esta no ha estado involucrada.

Por lo tanto, al estudiar cualquier pacto de socios, debemos analizar estos elementos clave: (i) la **naturaleza** del acuerdo, (ii) su **relación con los estatutos de la sociedad**, y (iii) el papel de la **sociedad como entidad jurídica independiente**. Con estos tres elementos podremos determinar si es posible imponerle obligaciones derivadas de acuerdos que no ha formalizado ni adoptado.

En cuanto al primer punto, el Pacto tiene una naturaleza obligacional con respecto a los firmantes en tanto documento privado; en lo relativo a su relación con los estatutos de la sociedad, el Pacto no se incluye en los Estatutos Sociales de la sociedad, sino que se mantienen como documentos separados; y la sociedad se mantiene como una persona jurídica independiente, pudiendo tomar decisiones siguiendo los mecanismos previstos para ello en la ley y sus Estatutos Sociales.

En este sentido, partiendo del principio de relatividad de los contratos, los pactos de accionistas tienen naturaleza obligacional, lo que implica que solo producen efectos entre

⁶⁴ Art. 1157 CC

los socios firmantes, es decir, no tienen eficacia frente a terceros, si las sociedades no han participado en su firma, ni pueden equipararse a las normas estatutarias⁶⁵.

Por lo que la sociedad demandada no puede ser obligada a cumplir disposiciones contenidas en los pactos de accionistas de los que no participa. Toda sociedad es una entidad distinta de sus socios, con su propio patrimonio y órganos de decisión, lo que implica que los actos que afectan a su patrimonio, como la transmisión de participaciones, requieren ser decididos por sus órganos sociales competentes siguiendo el procedimiento legal y estatutariamente establecido para ello. Siendo la existencia de la persona jurídica y su autonomía patrimonial los límites claros para la exigibilidad de obligaciones externas.

Por tanto, el Pacto de Accionistas no vincula a la sociedad, siendo válida la aprobación de la fusión en junta.

2.7. Posibles consecuencias derivadas de las acciones promovidas por el socio minoritario

Asumiendo que el nombramiento de consejero dominical por parte de la familia Machado a través de su participación en OceanShip a través de la sociedad patrimonial ha sido posterior a la adquisición de acciones por parte de Estrella del Mar, y previo al inicio de las negociaciones para realizar la fusión. Estaríamos ante un caso de control sobrevenido⁶⁶ ya que, aunque la participación de un tres con cinco (3,5) por ciento puede parecer baja, si ese accionista tiene el **poder de nombrar consejeros** en el consejo de administración, eso le da una **gran influencia** en las decisiones de la empresa. Los consejeros dominicales representan los intereses del accionista que los nombra, y pueden **influir en las decisiones clave** como la estrategia, las inversiones, la aprobación de operaciones importantes, entre otras.

Si el tres con cinco (3,5) por ciento de participación está **vinculado a un derecho o acuerdo que permite nombrar a consejeros dominicales**, eso podría considerarse una forma de **control indirecto** de la empresa, **a pesar de que no tenga una participación mayoritaria**.

El control sobre una empresa no se mide solo por el tamaño de la participación **en términos porcentuales**, sino por los **derechos adicionales** que un accionista pueda tener, como el **poder para nombrar consejeros o bloquear decisiones clave**.

Se presume que un accionista tiene control sobre una empresa, especialmente cuando está obligado a **lanzar una oferta pública de adquisición (OPA)** para comprar más acciones de esa empresa⁶⁷.

En este caso **deberá formularse oferta pública de adquisición dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de fusión o toma de control**. No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta, cuando, dentro del señalado plazo, se enajene el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes o bien, se obtenga una dispensa de la CNMV.

⁶⁵ Sentencia del Tribunal Supremo 300/2022, 7 de abril de 2022.

⁶⁶ Art. 7.1 RD OPA

⁶⁷ Art. 6 RD OPA

3. Cliente: Estrella del Mar. Scrip dividends

3.1. Objeto

El presente informe (el “**Informe**”) tiene por objeto evaluar la implementación de un esquema de dividendos electivos (en adelante, “**scrip dividends**”) en OceanShip Star, S.A. (en adelante, “**OceanShip Star**”), la empresa resultante de la fusión por absorción de Estrella del Mar, S.A. (en adelante, “**Estrella del Mar**”) y OceanShip, S.A. (en adelante, “**OceanShip**”) con el fin de consolidar su atractivo frente a grandes inversores institucionales mediante propuestas retributivas innovadoras para los accionistas.

En concreto se abordarán los siguientes puntos:

1. Definir los **pasos necesarios** para su puesta en marcha.
2. **Asesorar sobre la fórmula que debe operar por defecto** en caso de que un accionista no manifieste su preferencia dentro del plazo estipulado.
3. **Abordar las manifestaciones de la familia Azcona**, quienes han expresado energicamente que el derecho a recibir dividendos en metálico constituye una parte esencial del contrato de sociedad, manifestando así su oposición al esquema propuesto.

En los apartados siguientes se desarrolla el análisis solicitado y las recomendaciones pertinentes para abordar cada uno de los puntos planteados, basándonos en la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “**LSC**”).

3.2. Concepto

Los scrip dividends, no constituyen un dividendo en el sentido jurídico habitual. Se presentan como un método alternativo de retribución al accionista, que puede, en su caso, complementar el dividendo tradicional. Se articula a través de un aumento de capital liberado⁶⁸ que permite a los accionistas elegir como ser retribuido: (i) mediante una compensación en efectivo, (ii) en acciones emitidas por la sociedad, o (iii) en una combinación entre ambas.

Se trata de una práctica, adoptada de otros países, especialmente de Estados Unidos, que se ha implementado poco a poco en España mediante la práctica societaria, careciendo de regulación específica. Es un sistema que ofrece flexibilidad al dar la posibilidad al accionista de decidir sobre la forma en la que recibir su compensación, bien en efectivo, bien en nuevas acciones; y permite a la sociedad reducir la cuantía del desembolso dinerario al que hacer frente. Presenta la limitación de que la sociedad no puede prever de forma fehaciente el porcentaje de accionistas que optarán por recibir nuevas acciones y aquellos que optarán por la remuneración en efectivo; y, para el accionista, tendrá un efecto de diluir de la participación de aquellos que decidan vender sus derechos, provocando un beneficio por acción menor, a consecuencia de la creación de nuevas acciones.

3.3. Régimen jurídico

Si lo comparamos con el simple pago de un dividendo, el proceso para acordar un scrip dividend requiere una ampliación de capital, lo cual implica procedimientos y quórumes específicos en la junta general. En concreto, se trata de una operación de ampliación de capital liberada con emisión de acciones de nueva creación con medios propios⁶⁹, en la

⁶⁸ Art. 303 LSC

⁶⁹ Art. 275 LSC.

que existen derechos de asignación, que son los derechos a percibir un determinado número de acciones en el aumento de capital que ostenta cada accionista.

3.4. Competencias de la Junta General

La ampliación de capital, en este caso liberada, debe ser aprobada por la junta general, dado que supone una modificación de los estatutos sociales. Por ello, la junta general debe aprobarlo siguiendo las mayorías que la ley señala, esto es, en primera convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos, el cincuenta (50) por ciento del capital social con derecho a voto; y en segunda convocatoria será suficiente con el veinticinco (25) por ciento de dicho capital, pudiendo siempre los estatutos sociales elevar dichos quórum⁷⁰.

Al ampliar el capital con medios propios y con el fin de repartir dividendos, ambas operaciones han de basarse en un balance aprobado por la junta general y verificado por auditores, independientemente de si las cuentas de la sociedad están sujetas o no a informe de auditoría⁷¹, también es necesario que no hayan pasado más de seis (6) meses desde su aprobación. Este balance sirve como justificación de que en el ejercicio anterior hubo beneficios que pueden ser efectivamente repartidos, o que existen fondos (medios propios) suficientes para realizar dicha ampliación de capital.

Además, debe hacer constar la:

- i. Prohibición de adquirir acciones propias⁷².
- ii. Indisponibilidad de determinadas reservas, como la reserva legal, con las cuales no se puede remunerar a los accionistas.

3.5. Funciones del Órgano de Administración

El órgano de administración, en virtud de la delegación de la junta, ejecuta el acuerdo de ampliación de capital, determinando la fecha del aumento y fijando condiciones cuando no están detalladas en el acuerdo de la junta. De esta forma, algunas de sus funciones son:

- i. Establecer el importe final del aumento en función de la elección de los accionistas.
- ii. Fijar la fecha en que se producirá el aumento, dentro del plazo de un año desde el acuerdo de la junta.
- iii. Especificar las reservas que se utilizarán, respetando el artículo 303 LSC.
- iv. Renunciar a los derechos de asignación adquiridos por la sociedad a aquellos accionistas que finalmente elijan el dividendo en efectivo, así como la renuncia a aquellos derechos de asignación que estén en su poder, derivados de las acciones en autocartera, que sean necesarios para que el número de acciones a emitir sea un número entero y no una fracción.

Estas funciones se ejecutan conforme a los criterios de la junta, asegurando transparencia y equidad en la implementación del scrip dividend.

⁷⁰ Art. 194 LSC

⁷¹ Arts. 273.1 y 303.2 LSC

⁷² Art. 134 LSC

3.6. Posición del accionista

Cada accionista debe tener la opción de elegir entre recibir dividendos o acciones, en respeto al principio de igualdad de trato⁷³. Las alternativas para el accionista, entre las que deberá elegir en el plazo concedido por la sociedad, son las siguientes:

- i. No transmitir sus derechos de asignación gratuita y suscribir nuevas acciones, en cuyo caso, el accionista recibirá tantas acciones nuevas como le correspondan de manera proporción a las que ya posea.
- ii. Transferir sus derechos de asignación gratuita a la sociedad, la cual pagará un precio fijado previamente según la fórmula aprobada por la junta general.
- iii. Vender la totalidad o parte de sus derechos de asignación gratuita en el mercado y no es la sociedad quien compra estos derechos, donde los derechos de asignación se negocian como cualquier otra acción, en función de la oferta y la demanda, y generan ingresos gravables para los accionistas. El plazo para hacer esta operación será de 15 días naturales⁷⁴.

Puede darse una cuarta opción en el caso de que el accionista no llegue al número de derechos de asignación necesarios que restan en su poder para conseguir una acción y, por tanto, deba o bien comprar en el mercado los derechos que le faltan o, en su defecto, venderlos.

Ante la ausencia de una regulación específica en la materia, nos remitimos a la práctica. En efecto, en caso de falta de pronunciamiento por parte del accionista, la práctica común consiste en que, por defecto, **reciba derechos de asignación en lugar de dividendos**. De esta manera, a falta de comunicación expresa por el accionista acerca de cuál es la opción por la que se decide o, verdaderamente, a falta de comunicación expresa por el accionista manifestando su deseo de recibir el dividendo en efectivo, se le aplicará esta opción por defecto y, consecuentemente, **el accionista suscribirá acciones de nueva emisión**⁷⁵.

Quien no acude a la ampliación ve diluida su participación en la sociedad, ya que mantiene el mismo número de acciones sobre un total, que, a consecuencia de la ampliación, resulta mayor. En cambio, el socio que acude a la ampliación ve incrementado el número de acciones de su propiedad en la misma proporción en que el capital de la sociedad aumenta, por lo que no ve diluida su participación. En la práctica, los socios que quieran mantener su participación en la sociedad deberán acudir a la ampliación. Aun así, este perjuicio o posible perjuicio no sirve para negar la validez de esta forma de remunerar al accionista. Por lo que, las manifestaciones de la familia Azcona parecen carecer, en principio, de fundamento ya que la fórmula de scrip dividend es una práctica común que puede beneficiar al accionista al no ver diluida su participación en la sociedad, algo que también puede llegar a considerarse como “esencial” en el

⁷³ Art. 97 LSC

⁷⁴ Art. 306 LSC

⁷⁵ Así se recoge, de manera general, en los documentos informativos remitidos por cada sociedad a la CNMV con motivo de la ejecución de cada ampliación de capital para instrumentar operaciones de scrip dividend mediante previsiones como “*los accionistas que no comuniquen su decisión recibirán el número de acciones nuevas que les correspondan*” (sociedad Almirall, S.A.) o “*finalizado el periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita en el mercado, los derechos de asignación gratuita se convertirán automáticamente en acciones de nueva emisión de la sociedad*” (sociedad ACS Actividades de Construcción y Servicios S.A.).

contrato con la sociedad, pues el nivel de participación en esta es relevante a la hora de ejercer su papel como accionista.

Así, en lo que al accionista respecta, la retribución mediante scrip dividend puede ser más atractiva que otras ya que se le permite elegir. Como contrapartida, aquellos casos ya comentados en los que, quien decide ser retribuido mediante dividendo, ve diluida su participación en la compañía por la emisión de nuevas acciones de las que no suscribe ninguna. En el caso de las sociedades cotizadas en el mercado español, el hecho de anunciar que se va a llevar a cabo un scrip dividend se considera información privilegiada, por lo que su reparto debe ser comunicado al mercado.

Bibliografía

Legislación

- Código Civil Español.
- Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.
- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.
- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Real Decreto Legislativo 2/2011, de 5 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Puertos del Estado y de la Marina Mercante.
- Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores.
- Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Reglamento (CE) n° 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas.
- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

Jurisprudencia

- Sentencia 164/2008, de la Audiencia Provincial de Barcelona (Secc. 15ª).
- Sentencia 350/2015, de la Audiencia Provincial de Madrid (Secc. 28ª).
- Sentencias del Tribunal Supremo 301/2012, de 18 de mayo de 2012.
- Sentencia del Tribunal Supremo 303/2016, de 9 de mayo de 2016.
- Sentencia del Tribunal Supremo 300/2022, de 7 de abril de 2022.
- Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000 (caso Clayton Dubilier & Rise/Italtel)
- Comisión en su caso Volvo/Renault VI; y el TJCE en su sentencia de 11 de julio de 1985 (caso Nutricia).
- Comunicación de la Comisión — Comunicación relativa a los acuerdos de menor importancia que no restringen la competencia de forma sensible en el sentido del artículo 101, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en adelante, “**Comunicación de minimis**”).