



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

**FACULTAD DE DERECHO**

**MÁSTER UNIVERSITARIO DE ACCESO A LA ABOGACIA Y A LA PROCURA**

**TRABAJO FIN DE MÁSTER: CASO PRÁCTICO**

**ESPECIALIDAD DERECHO DE LA EMPRESA**

**CURSO 2024/2025**

Autor: María González Fernández

Tutor: Ignacio Ramos Villar

Madrid

Diciembre, 2024

## ÍNDICE

<b>NOTA LEGAL 1. SOBRE LA COMPRAVENTA DE LA DIVISIÓN DE GESTIÓN DE PUERTOS DE ESTRELLA DE MAR, S.A.</b> .....	5
<b>1. Introducción</b> .....	5
1.1. General .....	5
1.2. Preguntas formuladas por atlas capital .....	6
<b>2. Sobre el procedimiento sancionador iniciado ante la CNMC</b> .....	6
2.1. Potenciales consecuencias adversas .....	6
2.2. Protecciones contractuales frente a las contingencias descritas .....	9
2.3. Otros mitigantes: garantías contractuales y programa de clemencia .....	11
<b>3. Sobre la propuesta de reestructuración societaria de Estrella del Mar</b> .....	12
3.1. Reestructuración societaria de Estrella del Mar a través de modificaciones estructurales.....	13
3.1.1. Esquema de la reestructuración .....	13
3.1.2. Estimación razonable de calendario.....	14
3.2. Reestructuración societaria de Estrella del Mar a través de una ampliación de capital.....	16
3.2.1. Esquema de la reestructuración .....	16
3.2.2. Estimación razonable de calendario.....	17
3.2.3. Aspectos laborales, fiscales y de protección de datos de la reestructuración societaria	17
A) Ámbito laboral.....	17
B) Ámbito fiscal .....	18
C) Ámbito de la protección de datos.....	18
3.2.4. Cautelas adicionales: periodo interino e intercambio de información entre competidores .....	19
<b>4. Sobre la existencia de un procedimiento judicial abierto contra Estrella del Mar</b> ..	20
4.1. Alcance y consecuencias .....	20
4.2. Equipo profesional y estimación de honorarios.....	20
<b>5. Sobre la redacción e inclusión en el contrato de una cláusula de no competencia y las concentraciones económicas</b> .....	21
5.1. Pacto de no competencia.....	21
5.2. Concentración económica.....	22
<b>NOTA LEGAL 2. SOBRE LA OPERACIÓN DE COMPRAVENTA DE OCEANSHIP, S.A. Y SU POSTERIOR FUSIÓN CON ESTRELLA DEL MAR, S.A.</b> .....	23

<b>1. Introducción</b> .....	23
1.1. General .....	23
1.2. Preguntas formuladas por Estrella del Mar .....	23
<b>2. Sobre la adquisición parcial de las acciones de Oceanship</b> .....	24
2.1. La eventual necesidad de lanzar una OPA y posibles alternativas .....	24
2.2. Consecuencias derivadas del programa de recompra de acciones .....	25
<b>3. Sobre la operación de fusión entre Oceanship y Estrella del Mar</b> .....	26
3.1. Posibilidad de articular la operación sin necesidad de lanzar OPA y requisitos que deben cumplirse .....	26
3.2. Estimación de calendario y principales pasos a seguir en la integración .....	28
<b>4. Sobre las acciones legales iniciadas por la familia Azcona y su posible impacto en la operación de fusión</b> .....	30
4.1. Impugnación del acuerdo social con base en el incumplimiento del pacto parasocial 31	
4.2. Impugnación del acuerdo de fusión por contravenir el interés social .....	31
4.3. Incumplimiento del pacto parasocial del año 1978.....	32
4.4. Afectación de la acción legal iniciada por la familia Azcona a la validez de la fusión 32	
<b>NOTA LEGAL 3. SOBRE LA PROPUESTA DE RETRIBUCIÓN FLEXIBLE A LOS ACCIONISTAS DE OCEANSHIP, S.A.</b> .....	34
<b>1. Introducción</b> .....	34
1.1. General .....	34
1.2. Preguntas formuladas por Star OceanShip .....	34
<b>2. Sobre la implementación de un programa de <i>scrip dividends</i> como instrumento de retribución a los accionistas</b> .....	34
2.1. Derecho de retribución de los accionistas y alternativas de retribución .....	34
2.2. Implementación del programa de <i>scrip dividends</i> .....	35
2.3. La opción de retribución por defecto: acciones liberadas.....	37
2.4. Forma en que debe satisfacerse el derecho de los accionistas a participar en las ganancias sociales: en metálico o en especie .....	37
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	41
<b>1.1. Referencias legislativas</b> .....	41
<b>1.2. Referencias jurisprudenciales</b> .....	42
<b>1.3. Obras doctrinales</b> .....	42
<b>1.4. Recursos de internet</b> .....	43

\* \* \*

## NOTA LEGAL 1. SOBRE LA COMPRAVENTA DE LA DIVISIÓN DE GESTIÓN DE PUERTOS DE ESTRELLA DE MAR, S.A.

### 1. Introducción

#### 1.1. General

Esta nota legal (la “**Nota**”) ha sido preparada por González Vizcaya Abogados, S.L.P. (“nosotros” o “GV”) a solicitud de Atlas Capital, con el propósito de evaluar las implicaciones legales derivadas de la posible adquisición de la división de gestión de puertos de Estrella del Mar, S.A. (“**Estrella del Mar**”), empresa española dedicada al transporte internacional de mercancías.

Atlas Capital es un fondo de inversión con sede en España que, recientemente ha adquirido la sociedad Andalusia Harbors, S.L. (“**Andalusia Harbors**”), sociedad que opera instalaciones portuarias en el sur de España. Actualmente, Atlas se encuentra en un proceso de expansión estratégica de sus operaciones en el ámbito de la gestión portuaria y ha iniciado conversaciones para explorar la posible adquisición de la división de gestión portuaria de Estrella del Mar.

Por su parte, Estrella del Mar, con sede en Bilbao, es la sociedad matriz de un grupo empresarial español, dedicado principalmente al transporte de mercancías. Originalmente, nace como una compañía dedicada a la gestión portuaria, siempre dentro del ámbito del transporte de mercancías, encargándose de tareas relacionadas con la guía de grandes buques dentro del puerto y trabajos de estiba, a través de concesiones otorgadas por las autoridades competentes. Esta actividad se sigue desarrollando en la actualidad en los puertos de Bilbao, Ferrol, Santander y Casablanca. Sin embargo, el vertiginoso crecimiento de la actividad del transporte de mercancías ha propiciado que el Consejo de Administración de Estrella del Mar tome la decisión de desinvertir en la gestión portuaria.

En la actualidad, la estructura societaria del grupo Estrella del Mar es compleja y se organiza como sigue:

- Estrella del Mar es titular de la concesión del puerto de Bilbao. Además, administra la mayor parte del personal de tierra especializado que se encarga de las tareas de apoyo a la actividad de estiba. Asimismo, es titular de un contrato de arrendamiento con Barcos Anton, S.L., a través del cual se le proporciona a Estrella del Mar una flota de remolcadores que le permite realizar labores de guía de barcos dentro del puerto. Adicionalmente, Estrella del Mar centraliza el equipo directivo que da soporte tanto a su actividad portuaria como a su principal línea de negocio, que es el transporte de mercancías.
- Estrella del Mar tiene tres filiales participadas al 100%:
  - Estrella Gestión Puertos, S.L.U. (“**Estrella Gestión Puertos**”) es titular de las concesiones de los puertos de Ferrol y Santander, y otros activos ligados a la actividad en dichas plazas.
  - Estrella Mercancías, S.L.U. (“**Estrella Mercancías**”) que, a su vez, posee el 100% de Estrella Marruecos, S.L.U. (“**Estrella Marruecos**”). Estrella Marruecos es

titular de la concesión del puerto de Casablanca y cuenta con el personal y los recursos materiales necesarios para ofrecer servicios portuarios en dicho puerto.

Durante el ejercicio de *due diligence* realizado con respecto al grupo societario, se han descubierto dos contingencias importantes:

- En diciembre de 2023, la Comisión Nacional del Mercado de la Competencia (“**CNMC**”) abrió un procedimiento sancionador contra Estrella del Mar. El jefe de división se habría repartido con sus homólogos en otras compañías, en qué subastas concurrir para así lograr maximizar los retornos económicos. Estos hechos afectan especialmente al puerto de Santander.
- En octubre de 2023, Generali Seguros, S.A., habría iniciado un procedimiento judicial contra Estrella del Mar en reclamación de 36.000€ como consecuencia de los daños sufridos en una de sus plataformas. Estos daños se habrían ocasionado durante los trabajos de estiba llevados a cabo por una grúa pórtico propiedad de Estrella del Mar, en el puerto de Bilbao.

## 1.2. Preguntas formuladas por atlas capital

En particular, esta Nota responde a las siguientes preguntas formuladas por Atlas Capital, en relación con la situación descrita en el apartado 1.1:

- Con respecto al expediente sancionador abierto por la CNMC, evalúen las potenciales consecuencias adversas y cómo protegerse en el contrato de compraventa (el “**Contrato**”), si es posible, así como cualquier otro mitigante que pueda adoptarse. Proporcionen una recomendación.
- Por favor, propongan una reorganización societaria del grupo Estrella del Mar, a resultas de la cual la totalidad de la actividad objeto de adquisición sea controlada por Estrella Gestión Puertos, que será la sociedad objeto de compraventa. Asimismo, propongan una estimación razonable de calendario y avisen de cualquier cautela que deba tenerse en cuenta tomando en consideración que la reorganización se producirá entre la firma y el cierre.
- En cuanto al procedimiento judicial iniciado por Generali Seguros, evalúen el alcance y consecuencias de dicho procedimiento en la operación. Los profesionales que deberían intervenir y la valoración de sus honorarios.
- Con respecto a un posible compromiso de no competencia de 5 años de duración y aplicable a toda la región del mediterráneo, evalúen su viabilidad y qué debe tenerse en cuenta considerando que muy posiblemente la operación sea notificada a la CNMC para obtener autorización previa.

En las secciones siguientes se abordarán de manera detallada cada una de estas cuestiones.

## 2. Sobre el procedimiento sancionador iniciado ante la CNMC

### 2.1. Potenciales consecuencias adversas

Estrella del Mar enfrenta actualmente un procedimiento sancionador ante la CNMC, derivado de una posible infracción por práctica colusoria del artículo 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de

Defensa de la Competencia (“LDC”), consistente en la adopción de acciones coordinadas entre varios competidores en un mismo mercado –de transporte de mercancías (donde se incluye la gestión de puertos) –, que tienen por objeto o efecto, el falseamiento de la competencia. Ello afecta especialmente al puerto de Santander.

Ante estos hechos, la CNMC podrá resolver conforme al artículo 53 de la norma: (i) la existencia de conductas prohibidas; (ii) la existencia de conductas que, por su escasa importancia, no puedan afectar a la competencia o; (iii) la inexistencia de prácticas prohibidas, por falta de acreditación.

En este caso, debido a la naturaleza y entidad de la conducta, lo que parece previsible es que la CNMC resuelva considerando la existencia de una infracción y, consecuentemente, ordenando: (i) la imposición de una multa; (ii) la prohibición de contratar con el sector público; (iii) el cese de las conductas prohibidas en un plazo determinado y; (iv) la retirada de la concesión del puerto de Santander. Además de lo anterior hay que valorar la potencial existencia de acciones de resarcimiento de los daños y perjuicios causados a terceros por la conducta anticompetitiva.

En lo que respecta a la imposición de la multa, la normativa de defensa de la competencia establece en su artículo 63.1 c) como importe máximo, hasta el 10% del volumen de negocios total mundial de la empresa, o, cuando no fuera posible delimitarlo, una multa de hasta 10 millones de euros. Más aún, la normativa prevé como circunstancia agravante de la conducta y, por tanto, originaria de una mayor sanción, la comisión repetida de la infracción, así como la posición de responsable o instigador. Así las cosas, podríamos prever una sanción que se situase en el rango medio o alto de los umbrales indicados.

Además, al tratarse el infractor de una persona jurídica, el artículo 63.2 LDC prevé la posibilidad de imponer una multa adicional de 60.000 euros a cada uno de los representantes legales de Estrella del Mar o a las personas que integran los órganos directivos y que hayan intervenido en la conducta; en este caso, al jefe de división de Estrella del Mar.

Por otro lado, de materializarse la sanción de la CNMC y adquirir firmeza, es previsible que imponga una prohibición de contratar con el sector público<sup>1</sup> durante un periodo de tiempo determinado. En su Comunicación 1/2023, de 13 de junio, la CNMC establece los criterios generales que se tendrán en cuenta para determinar, en cada caso, a qué mercados y con qué duración se aplicará cada prohibición de contratar con el sector público, teniendo en cuenta parámetros como la existencia de dolo o manifiesta mala fe, la entidad del daño causado y la estructura del mercado afectado.

De cualquier manera, la prohibición de contratar por infracciones administrativas firmes no podrá ser en ningún caso, superior a 3 años en virtud de lo dispuesto en la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público (“LCSP”) y, el mercado geográfico afectado, será

---

<sup>1</sup> Véase la Resolución del expediente S/DC/0598/16, Resolución de 14 de marzo de 2019, Electrificación y Electromecánicas Ferroviarias (énfasis añadido): «*si bien la naturaleza jurídica de las prohibiciones de contratar ha sido discutida y ha dado lugar a una línea jurisprudencial no siempre pacífica, cabe admitir que estas, no siendo sanciones en sentido estricto, tienen el carácter de actos restrictivos de derechos, lo que obliga a tener en cuenta determinados aspectos o principios propios del régimen sancionador, que se han respetado en este procedimiento. Frente al aspecto limitativo o restrictivo de derechos del potencial contratista, se advierte también la exigencia legal de una singular condición u honorabilidad para contratar con el sector público, lo que debe permitir a las entidades que lo integran excluir de sus relaciones contractuales a aquellos sujetos que no cumplan con dicho nivel de exigencia*».

aquel en el que se produjo la infracción, es decir, la zona del norte de España, y noreste africano. Finalmente, el mercado de producto será aquel afectado por la infracción, es decir, el de gestión portuaria.

Poca explicación adicional merece la sanción consistente en el cese de la conducta prohibida. Se trata de una obligación de hacer de duración determinada que, aplicada al caso en cuestión, supondría poner fin a las reuniones que hasta la fecha se han seguido produciendo por parte del jefe de división de Estrella del Mar con fines anticompetitivos.

Cuestión más importante es la de la retirada de la concesión del puerto de Santander, pues, aunque no es habitual, la CNMC podría concluir la revocación de la concesión del puerto de Santander por haberse dado en el contexto de una conducta colusoria. En este caso, dependiendo de la importancia estratégica que este puerto suponga para Atlas Capital, el objeto de la operación podría, o bien perder gran parte de su valor o bien, perder todo su valor, desnaturalizando la finalidad del Contrato.

Adicionalmente, cabe valorar la eventual responsabilidad civil extracontractual derivada de la conducta colusoria, es decir, la posibilidad de que terceros reclamen a Estrella del Mar una indemnización por los daños y perjuicios que dicha conducta les haya podido ocasionar y, más aún, si dicha responsabilidad podría extenderse a Estrella Gestión Puertos.

En este punto, hay que atender al concepto de unidad económica<sup>2</sup> característico del derecho de la competencia, por el que dos o más sociedades distintas pueden funcionar como una sola a efectos de la aplicación del artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. La jurisprudencia europea entiende que matriz y filial funcionan como unidad económica cuando aquella sea titular de la totalidad o de un porcentaje elevado del capital de la filial; como ocurre en este caso. Por tanto, para apreciar este elemento es necesario que la filial no determine de forma independiente su comportamiento en el mercado.

A pesar de la controversia surgida en torno a esta jurisprudencia, por entrar en conflicto con el principio general del derecho administrativo sancionador de imputación individual de responsabilidad, lo cierto es que en la práctica ha sido habitual la extensión de responsabilidad de la filial a la matriz por actos cometidos por aquella. Sin embargo, en la actualidad se ha originado un nuevo debate<sup>3</sup> sobre la posibilidad de revestir la situación de tal manera que la filial pueda terminar siendo responsable de los actos cometidos por la matriz (supuesto en el que nos encontramos en el caso concreto).

---

<sup>2</sup> En la resolución del Expediente S/DC/0565/15 licitaciones de aplicaciones informáticas, la CNMC aclara (énfasis añadido): "La definición del concepto de empresa en términos tan amplios, trae una consecuencia en la aplicación práctica del derecho sancionador en materia de competencia, ya que permite considerar que la empresa, como sujeto infractor de las normas de competencia, puede estar referida a una unidad económica y ello faculta a las autoridades de competencia a responsabilizar al grupo o a la sociedad matriz de las conductas anticompetitivas en las que haya incurrido cualquiera de las empresas del grupo, por considerar que constituyen una misma empresa". Por tanto, este principio se utiliza como mecanismo de extensión de responsabilidad a las sociedades pertenecientes a un mismo grupo.

<sup>3</sup> Este debate se ha avivado principalmente por el caso del cártel de los camiones. En este contexto, el TJUE ha sentenciado que las empresas filiales pueden terminar siendo responsables por los actos de sus empresas matrices implicadas en dicho cártel. De esta manera, los terceros afectados por infracciones de derecho de la competencia ya no están obligados a demandar a la sociedad matriz, sino que también podrán dirigirse contra la filial en su propio país distribuidoras de los vehículos.



Sobre esto es importante traer a colación la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (“**TJUE**”) de 6 de octubre de 2021, C-882/19, Sumal S.L. contra Mercedes Benz Trucks España, S.L. (“**Sumal**”) que, en el marco de un grupo de empresas que funcionan como unidad económica, resuelve que una entidad jurídica que no haya sido designada como autora de la infracción del derecho de la competencia, puede, no obstante, ser considerada responsable por la acción de resarcimiento de daños y perjuicios, esto es, por responsabilidad extracontractual. Por tanto, la responsabilidad entre empresas que forman parte de una misma unidad económica, no sólo puede ir de “arriba abajo” sino también de “abajo a arriba”.

## 2.2. Protecciones contractuales frente a las contingencias descritas

Para garantizar la protección de la operación de compraventa de las potenciales sanciones de la CNMC, Atlas Capital deberá pactar un amplio y detallado régimen de manifestaciones y garantías (“**R&W**”) con la entidad vendedora, Estrella del Mar (i.e. promesas de conductas futuras del vendedor o garantías de ciertos hechos, resultados o contingencias futuras; declaraciones sobre hechos pasados o presentes).

Las R&W pueden servir para mitigar el problema de la asimetría de información entre vendedor – quien suele estar mejor informado sobre la compañía objeto de compraventa – y el comprador – quien suele carecer de información –. La inclusión de este tipo de cláusulas incentivará a Estrella del Mar a revelar información pues, de no hacerlo, correrá el riesgo de que se activen los mecanismos de responsabilidad contractual.

A continuación, se listan, a meros efectos orientativos y no limitativos, algunas manifestaciones que podrían pactarse:

- La declaración de que Estrella del Mar es la legítima propietaria de todos los bienes muebles e inmuebles dedicados a la gestión portuaria.
- La declaración de que los ingresos de Estrella del Mar se derivan de contratos válidos y celebrados de buena fe.
- La declaración de que Estrella del Mar colaborará con la CNMC en todo lo relacionado a la apertura del expediente sancionador.
- La declaración de que no existen actualmente, reclamaciones de terceros contra Estrella del Mar.

Es aconsejable que dicho régimen vaya vinculado a un Anexo de Revelación o *Disclosure Schedule* (“**Anexo**”) que identifique los puntos señalados en el apartado 2.1. como excepciones a las R&W.

Así, teniendo en cuenta que las concesiones portuarias son activos esenciales para la actividad que busca explotar Atlas Capital, Estrella del Mar deberá manifestar y garantizar que ha cumplido y sigue cumpliendo, con todas las obligaciones derivadas de las concesiones y, que no hay ningún incumplimiento o irregularidad que pueda poner en peligro su continuidad. Sin embargo, teniendo en cuenta que es conocida la apertura de un expediente sancionador de la CNMC contra Estrella del Mar, ello debería constar en el Anexo para poder Atlas Capital establecer las garantías necesarias para cubrir cada una de las potenciales sanciones descritas.

En primer lugar, en lo que respecta a la multa pecuniaria, atendiendo al carácter personalísimo de las sanciones administrativas, la responsabilidad no podría extenderse a las filiales en caso de sancionar la CNMC únicamente a Estrella del Mar; que sería lo esperable en cuanto autora material de la conducta colusoria. Sin embargo, no podemos (ni debemos) descartar por completo la posibilidad de que la CNMC termine considerando a Estrella Gestión Puertos como infractora, dirigiendo una sanción individualizada contra ella.

Por tanto, para mitigar este riesgo, sería aconsejable pactar una *specific indemnity*, por tratarse de un riesgo identificado por las partes contratantes con respecto a la empresa objeto de compraventa, pero cuya materialización en términos de pago o responsabilidades para la propia compañía, aún no se ha dado y es incierta al contratar. Ello se traduce en que Estrella del Mar asuma un compromiso incondicional y completo de indemnidad si el riesgo cubierto por la *specific indemnity* se materializa, independientemente de lo que se hubiese pactado por el régimen de R&W.

Por otro lado, Atlas Capital debería valorar el impacto que la eventual prohibición de contratar con el sector público supondría para el desarrollo de la actividad portuaria pues, *a priori*, parece que lo que interesa es conseguir concesiones portuarias (que quedan fuera del ámbito de contratación con la administración pública). Ahora bien, de considerarse un aspecto fundamental, debería protegerse contractualmente.

Si bien al igual que la multa, la prohibición de contratar tiene una naturaleza personalísima, el artículo 71.3 LCSP establece una presunción de extensión de dicha prohibición a aquellas sociedades del mismo grupo constituidas con anterioridad a la resolución de prohibición. En estos casos, se tienen en cuenta distintos factores como la identidad de las personas que dirigen la sociedad o los accionistas, con la finalidad de entender si matriz y filial funcionan como una unidad económica.

Así las cosas, podría considerarse que dicha prohibición se extendiese a Estrella Gestión Puertos, como sociedad limitada cuyo único socio y accionista es Estrella del Mar. Por tanto, Atlas Capital podría protegerse contractualmente a través de una cláusula *prosandbagging*, por la que el conocimiento por Atlas Capital de la prohibición de contratar no excluirá la eventual responsabilidad y consecuente indemnización por parte de Estrella del Mar. Por tanto, el derecho de indemnización a Atlas Capital no se vería limitado por el conocimiento que pueda tener de dicha contingencia.

Por otro lado, como se ha anunciado, no es práctica habitual de la CNMC sancionar mediante la retirada de concesiones. Sin embargo, al igual que sucede en el caso de la multa, no puede excluirse esta posibilidad por completo. Si la concesión del puerto de Santander fuese considerada indispensable para el ejercicio de la actividad portuaria, entonces podría pactarse una condición suspensiva, esto es, que se supeditase el cierre del contrato (y por tanto el pago del precio) a la eventual retirada del puerto de Santander. Así pues, la firma y el cierre de la operación no se darían de forma simultánea, sino que el cierre estaría condicionado a que se cumpliera la condición suspensiva.

En estos casos, es aconsejable establecer una fecha límite de duración de la condición suspensiva, transcurrida la cual, sin haberse verificado el cumplimiento de la condición, el contrato se entendería resuelto. La duración debería ser de 24 meses a contar desde la fecha de incoación del mismo, teniendo en cuenta que es el plazo máximo que tiene la CNMC para resolver el expediente sancionador (artículos 36 LDC).

Por el contrario, de no considerar la mencionada concesión como esencial para el negocio, entonces podría exigirse a Estrella del Mar una declaración sobre su intención con respecto de una conducta futura, por ejemplo, la declaración de que su intención es que Estrella Gestión Puertos continúe operando en las áreas de negocio en las que lo ha hecho hasta la fecha.

Por último, para protegerse contractualmente ante potenciales acciones por responsabilidad civil extracontractual, se aconseja pactar, al igual que en el caso de la eventual prohibición de contratar, una cláusula *prosandbagging*. En estos dos casos, se descarta la aplicación de una *indemnity* porque, aunque estamos ante un riesgo que aún no ha sido correctamente identificado.

### 2.3. Otros mitigantes: garantías contractuales y programa de clemencia

Alternativamente, Atlas Capital podría negociar las siguientes tres garantías contractuales: aval a primer requerimiento, cláusula de *escrow* y póliza de seguro de R&W o *W&I Insurance*. Sin perjuicio de lo anterior, Atlas Capital podría acogerse al sistema de clemencia de la CNMC.

El aval a primer requerimiento permite respaldar la operación con la solvencia de un tercero que habitualmente es una entidad financiera. Se trata de un contrato independiente del contrato principal, por lo que el avalista no puede oponer al beneficiario del aval las excepciones que tendría la parte avalada del contrato sino aquellas que figurasen en la póliza del aval (STS de 17 de febrero de 2000, RJ 2000,1162).

De esta manera, la entidad financiera (avalista) responderá en caso de existir una obligación de pago derivada de alguna de las contingencias del contrato. En la práctica, en caso de que Estrella del Mar incumpliese con las manifestaciones efectuadas, Atlas Capital podría requerir a la entidad financiera el cumplimiento de la garantía.

Por otro lado, Atlas Capital podría pactar la firma de una cláusula de *escrow* que no es más que un depósito en garantía a nombre de un tercero independiente o *Escrow Agent* designado por las partes. La cantidad retenida – que suele ser una parte del precio de compraventa pactado – sería entregada por el *Escrow Agent* a Estrella del Mar a medida que se fuesen cumpliendo las condiciones pactadas en el Contrato.

Por último, en caso de que las partes no puedan llegar a una solución en el Contrato, por ejemplo, vía *specific indemnity*, podría pactarse una póliza de R&W o *buyer-side policy* (la “Póliza”) que cubriese tanto contingencias desconocidas como contingencias conocidas e identificadas. Dicha Póliza protegería a Atlas Capital ante un eventual incumplimiento por parte de Estrella del Mar de las R&W del Contrato, así como frente a aquellos riesgos ya identificados como es el caso del procedimiento sancionador. De esta manera, Atlas Capital podría reclamar directamente contra la aseguradora para recuperar la pérdida económica derivada de las eventuales contingencias.

En la práctica es frecuente que la aseguradora de una póliza de comprador ofrezca un régimen más amplio y favorable al comprador que el previsto en las R&W pactadas en el Contrato. El límite de indemnización cubierto por la Póliza dependerá fundamentalmente de la percepción del riesgo de la operación para el comprador y variará en función del tamaño de la operación, así como del sector en el que opera la sociedad objeto de compraventa. Con base en las estadísticas más recientes, dicho límite en operaciones de gran tamaño suele situarse en torno al 10% del *enterprise value* de la sociedad objeto de compraventa. De la misma manera, deberá incluir un importe mínimo no cubierto por contingencia (de *minimis*).

Independientemente de lo anteriormente descrito, existe en la normativa de defensa de la competencia la figura del programa de clemencia. Se trata de una herramienta que permite a aquellas empresas que forman o han formado parte de un cártel<sup>4</sup> denunciarlo a la autoridad de competencia a cambio de la exoneración total de la eventual multa y de la prohibición de contratar.

Acogerse a este programa protegería a Atlas Capital en caso de que la CNMC terminase considerando a Estrella Gestión Puertos parte infractora sujeta a sanción. Por tanto, habría que presentar una solicitud de clemencia y – teniendo en cuenta que la CNMC ya tiene indicios de la existencia de una potencial conducta colusoria – aportar elementos de prueba que supongan un valor añadido en la investigación (por ejemplo, indicar la identidad del jefe de división de Estrella del Mar que llevó a cabo tal conducta).

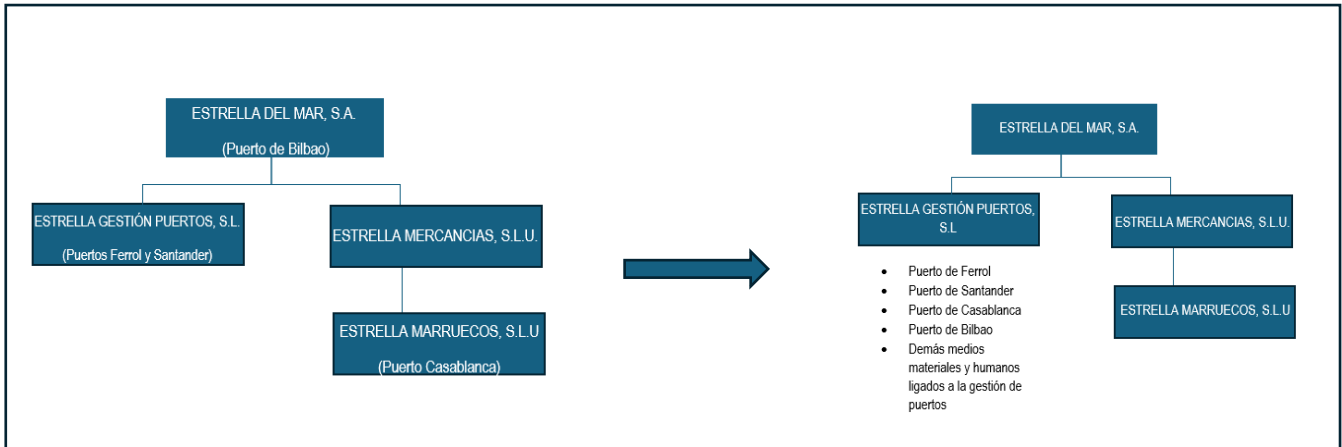
### **3. Sobre la propuesta de reestructuración societaria de Estrella del Mar**

El objetivo es claro: agrupar la totalidad de la actividad de gestión de puertos – incluyendo los medios materiales y humanos asociados a la misma – en Estrella Gestión Puertos. Dado que el deseo de Atlas Capital es adquirir la filial ya existente, Estrella Gestión Puertos, proponemos dos formas diferentes de instrumentalizar la reestructuración: de un lado, a través de una suerte de juego de escisiones y fusiones y, de otro, a través de en una ampliación de capital social.

Independientemente de que la reestructuración del grupo se lleve a cabo de una u otra manera, el resultado será el siguiente:

---

<sup>4</sup> La figura del cártel se define en la Comunicación de la Comisión relativa a la dispensa del pago de las multas y la reducción de su importe en casos de cártel del 8 de diciembre de 2006 (énfasis añadido): “Los cárteles son acuerdos o prácticas concertadas entre dos o más competidores cuyo objetivo consiste en coordinar su comportamiento competitivo en el mercado o influir en los parámetros de la competencia mediante prácticas tales como la fijación de precios de compra o de venta u otras condiciones comerciales, la asignación de cuotas de producción o de venta, el reparto de mercados, incluidas las colusiones en licitaciones, las restricciones de las importaciones o exportaciones o las medidas anticompetitivas contra otros competidores”



### 3.1. Reestructuración societaria de Estrella del Mar a través de modificaciones estructurales

#### 3.1.1. Esquema de la reestructuración

Se detallan a continuación y de forma esquemática, los pasos a seguir:

- En primer lugar, debería realizarse una escisión parcial de Estrella Marruecos, a fin de separar y luego transferir a Estrella Gestión Puertos aquella línea de negocio consistente en la gestión de puertos, que funciona como unidad económica<sup>5</sup>: la concesión del puerto de Casablanca y los medios materiales y humanos adscritos a la prestación de servicios en dicha plaza.
- A continuación, y de manera cuasi-idéntica, habría que llevar a cabo una segregación<sup>6</sup> de la sociedad matriz, Estrella de Mar, a fin de separar y luego transferir a Estrella Gestión Puertos, la línea de negocio portuaria, como unidad económica: concesión del puerto de Bilbao, el contrato de arrendamiento de Barcos Anton, S.L. y demás medios humanos y materiales para la gestión del puerto.

De esta manera, al finalizar la reestructuración, la totalidad de la actividad portuaria será controlada por Estrella Gestión Puertos, sociedad objeto de adquisición por Atlas Capital.

La particularidad de este tipo de reestructuración es que el traspaso del patrimonio social tiene lugar mediante sucesión universal (cambio en la titularidad del patrimonio). Ello implica el traspaso en unidad de acto de la totalidad del activo y del pasivo, sin que sea preciso cumplir con las formalidades legales para la transmisión de cada uno de ellos. Por tanto, el contrato de arrendamiento con Barcos Antón, S.L. (el “**Contrato de arrendamiento**”), en tanto contrato de arrendamiento de una cosa mueble, podría transferirse a Estrella Gestión Puertos, sin perjuicio de lo dispuesto en el Contrato de arrendamiento (e.g. cláusulas limitativas de traspaso).

<sup>5</sup> No existe en la legislación societaria o mercantil definición alguna del concepto de “unidad económica” en este contexto. Sin embargo, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Burgos (Sección 3ª) la define como «*un conjunto organizado de elementos patrimoniales, aptos para funcionar autónomamente y capaces de producir bienes o servicios con utilidad o aprovechamiento económico, en sí mismos considerados*». <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3214/documento/art30.pdf>

<sup>6</sup> En este punto, interesa realizar una segregación y no una escisión, toda vez que la sociedad segregante, esto es, Estrella del Mar, y no su accionariado (familia Machado y familia Azcona), mantendría así la titularidad de lo segregado.

### 3.1.2. Estimación razonable de calendario

En este caso, al tratarse de modificaciones estructurales intragrupo, la normativa societaria prevé en el artículo 56 en relación con el artículo 53 Real Decreto-Ley 5/2023, de 28 de junio (“**RDL 5/2023**”) un régimen especial que permite simplificar las modificaciones estructurales intragrupo, acortando la duración y costes de la operación. En concreto, permite que las operaciones se realicen sin que concurran los siguientes requisitos:

- la aprobación de la fusión por las juntas generales de las sociedades absorbidas;
- la inclusión en el proyecto de fusión de las menciones relativas: (i) al tipo de canje de las acciones o participaciones; (ii) a las modalidades de entrega de las participaciones de la sociedad resultante a los socios de las sociedades absorbidas; (iii) a la fecha de participación en las ganancias sociales; (iv) a la valoración del activo y pasivo del patrimonio de cada sociedad que transmite a la sociedad resultante y; (v) a la fecha de las cuentas utilizadas para establecer las condiciones de la fusión;
- los informes de los administradores y expertos sobre el proyecto de fusión y;
- el aumento de capital social de la sociedad absorbente.

Lo mencionado aplica con exactitud a las escisiones y segregación, con las especialidades previstas en el artículo 71.2 RDL 5/2023 para las segregaciones intragrupo. En este caso, a diferencia de lo que ocurre con la fusión, sí sería necesario el acuerdo de la Junta General de accionistas de Estrella del Mar.

Es importante tener en cuenta que cualquier operación de modificación estructural hace inevitable el transcurso de varios meses desde que se llega a un acuerdo sobre el negocio jurídico que se quiere transmitir y la inscripción de la fusión y consiguiente segregación. Así, las cosas, la reestructuración se ejecutará conforme al siguiente calendario de carácter meramente orientativo:

ETAPA	DESCRIPCIÓN	PLAZO ESTIMADO <sup>7</sup>
<b>Escisión parcial</b>		
1.	Los órganos de administración de Estrella Marruecos y Estrella Gestión Puertos, (artículos 39 y siguientes RDL 5/2023): (i) formular un Proyecto común de escisión (el “ <b>Proyecto de escisión</b> ”); (ii) insertar el balance del último ejercicio aprobado por cada sociedad, que podrá considerarse balance de escisión siempre que hubiese sido cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del Proyecto de escisión; (iii) someter el balance de escisión, así como las modificaciones contenidas en el mismos, a la verificación del auditor de cuentas de la sociedad, de aquella	D <sup>8</sup> -30

<sup>7</sup> Este calendario no tiene en cuenta diferencias entre días hábiles e inhábiles.

<sup>8</sup> D = día de celebración de la Junta General

ETAPA	DESCRIPCIÓN	PLAZO ESTIMADO <sup>7</sup>
	(iv) sociedad participante en la fusión que estuviese obligada a auditar y; convocar la Junta General de Estrella Marruecos y Estrella Gestión Puertos para la aprobación del Proyecto de escisión.	
2.	La Junta General de Estrella Marruecos cuyo socio único es Estrella Mercancías <sup>9</sup> y la Junta General de Estrella Gestión Puertos deberán aprobar: (i) el Proyecto de escisión y; (ii) el balance	D <sup>10</sup>
3.	Certificación del acuerdo por parte del titular del cargo con facultad certificante; del artículo 109 del Reglamento del Registro Mercantil ("RRM").	D+1
4.	Publicación del acuerdo de escisión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de gran circulación de la provincia (artículo 10 LSC).	D+2
5.	Elevación a escritura pública del acuerdo de escisión. <sup>11</sup>	D+3
6.	Inscripción de la escisión en el Registro Mercantil.	D+4
<b>Segregación<sup>12</sup></b>		
1.	Los órganos de administración de Estrella del Mar y Estrella Gestión Puertos deberán (artículos 39 y siguientes RDL 5/2023): (i) formular un proyecto común de segregación (el " <b>Proyecto de segregación</b> "); (ii) insertar el balance del último ejercicio aprobado por cada sociedad, que podrá considerarse balance de segregación siempre que hubiese sido cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del Proyecto de fusión y; someter el balance de fusión, así como las modificaciones contenidas en el mismos, a la verificación del auditor de aquella sociedad participante en la fusión que estuviese obligada a auditar y;	

<sup>9</sup> Si bien la nueva redacción societaria ya no requiere la aprobación del Proyecto de escisión por la Junta General de la sociedad absorbida (en este caso, la sociedad escindida), es aconsejable que sea aprobado por la Junta General tanto de Estrella Marruecos como de Estrella Gestión Puertos, para dotar a la operación de una mayor seguridad jurídica. Lo mismo ocurre en el caso de la segregación.

<sup>10</sup> El proyecto deberá ser aprobado por las juntas de socios de todas las sociedades que participen en la operación dentro de los seis meses siguientes a su fecha.

<sup>11</sup> Conforme al artículo 9 del RD, el acuerdo de modificación estructural podrá adoptarse sin necesidad de publicar o depositar los documentos exigidos por la ley, aunque sí deberán incorporarse a la escritura de modificación estructural.

<sup>12</sup> Se ha realizado un calendario de segregación al margen del de escisión para que sea más visual, pero, en la práctica, ambas operaciones se podrían dar en paralelo. Este es el motivo por el que no se ha completado la columna "plazo estimado" para el caso de la segregación.

ETAPA	DESCRIPCIÓN	PLAZO ESTIMADO <sup>7</sup>
	(iii) convocar la Junta General de Estrella del Mar y Estrella Gestión Puertos para la aprobación del Proyecto de escisión.	
2.	La Junta General de Estrella del Mar y la Junta General de Estrella Gestión Puertos (cuyo socio único es Estrella del Mar) deberán aprobar: (i) el Proyecto de segregación; (ii) el balance	
3.	Certificación del acuerdo por parte del titular del cargo con facultad certificante; del artículo 109 del Reglamento del Registro Mercantil ("RRM").	
4.	Publicación del acuerdo de segregación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en la página web de la sociedad o, a falta de ella, en uno de los diarios de mayor difusión en la provincia (artículo 10 LSC).	
5.	Elevación a escritura pública del acuerdo de segregación adoptado.	
6.	Inscripción de la segregación en el Registro Mercantil.	

### 3.2. Reestructuración societaria de Estrella del Mar a través de una ampliación de capital social

#### 3.2.1. Esquema de la reestructuración

Existe otra forma de conseguir el resultado descrito: la ampliación del capital social de Estrella Gestión Puertos por aportaciones no dinerarias. De esta manera, la matriz, así como cada filial del grupo, aportarán aquellos elementos propios de la división de puertos y, en contraprestación, recibirán participaciones de la sociedad beneficiaria.

Para llevar a cabo la ampliación de capital, será necesario el acuerdo de la Junta General de Estrella Gestión Puertos como sociedad adquiriente, con las mayorías reforzadas que establece la normativa. Las sociedades aportantes también deberán aprobar la transmisión mediante Junta General, toda vez que las unidades económicas que se traspasan son consideradas "activos esenciales".

Si bien no existe un pronunciamiento claro ni de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública, ni del Tribunal Supremo sobre si el legislador mercantil debe proceder a la inscripción de la operación como aportación no dineraria, la mayor parte de la doctrina considera que sí puede materializarse una operación de esta manera. De hecho, la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 22 de julio de 2016, admite que pueda traspasarse una rama de actividad mediante un aumento de capital social sin que se produzca una sucesión universal.

En cuanto a los efectos, mientras que en las modificaciones estructurales el traspaso del patrimonio tiene lugar mediante sucesión universal, la ampliación de capital social requiere que cada activo y pasivo traspasado cumpla con su particular régimen de transmisión (consentimiento de acreedores, notificación a los deudores, etc.). Por tanto, en este caso, para traspasar el



Contrato de arrendamiento primero habrá que recabar la autorización del arrendador. En caso de no estar conforme con la operación, el Contrato de arrendamiento quedará fuera del patrimonio transferido a Estrella Gestión Puertos.

### 3.2.2. Estimación razonable de calendario

ETAPA	DESCRIPCIÓN	PLAZO ESTIMADO <sup>13</sup>
<b>Ampliación de capital social</b>		
1.	El órgano de administración de Estrella Gestión Puertos deberá: (i) instar la Junta General para la aprobación del aumento de capital social.	D-30
2.	La Junta General de Estrella Gestión Puertos cuyo socio único es Estrella del Mar, aprueba el aumento de capital social por Estrella del Mar.	D
3.	Certificación del titular del cargo con facultad certificante; del artículo 109 del RRM.	D+1
4.	Aportación a Estrella Gestión Puertos de las aportaciones no dinerarias y posterior suscripción y desembolso del capital.	D+2
5.	Otorgamiento de escritura pública de aumento de capital.	D+3
6.	Inscripción del aumento de capital social en el Registro Mercantil.	D+4

Teniendo en cuenta todo lo expuesto, si la prioridad es la simplificación de la sucesión universal, es más conveniente optar por la primera opción. Si, por el contrario, lo decisivo es la rapidez de la operación, es mejor acudir por la vía del aumento de capital.

### 3.2.3. Aspectos laborales, fiscales y de protección de datos de la reestructuración societaria

#### A) Ámbito laboral

Los empleados son un elemento vital en los procesos de adquisición de empresas por lo que habrá de tenerse en cuenta (i) la continuidad de los contratos laborales de la plantilla; (ii) el mantenimiento de las condiciones laborales y; (iii) la posición del adquirente con respecto a las relaciones laborales existentes en la empresa.

Independientemente de optar por una u otra opción de reestructuración societaria, será de aplicación el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores. El cambio en la titularidad de una unidad productiva autónoma no extinguirá por sí mismo la relación laboral, sino que el nuevo empresario, en este caso, Estrella Gestión Puertos queda subrogada en los derechos y obligaciones laborales y de seguridad social del anterior (se incluyen los compromisos de pensiones, y en general, cualesquiera otras obligaciones en materia de protección social complementaria).

<sup>13</sup> Este calendario no tiene en cuenta diferencias entre días hábiles e inhábiles.

De optar por la reestructuración a partir de la modificación estructural, sería de aplicación, además, el artículo 9.2 RDL 5/2023 al haberse aprobado la modificación estructural por unanimidad (socio único). Así pues, no será preceptivo el anuncio sobre la posibilidad de formular observaciones ni informe de administradores, pero sí se mantiene la protección de los derechos de los trabajadores. En la práctica, esto implica que se les deberá facilitar la información relativa a la modificación estructural.

Como consecuencia de lo anterior, es aconsejable identificar en las R&W del Contrato todos los trabajadores afectados por la operación que serán transmitidos a Atlas Capital, así como las condiciones laborales de cada uno. Así, en caso de que existiesen trabajadores no identificados en el Contrato, Atlas Capital podría activar contra el vendedor las R&W.

Cuestión distinta es la del personal de alta dirección que presta soporte a la actividad portuaria en Estrella del Mar y que, será objeto de transmisión a Estrella Gestión Puertos (en tanto integrantes de la unidad productiva que se transmite). Atendiendo a la normativa, los altos directivos podrán extinguir el contrato especial de trabajo con derecho a las indemnizaciones pactadas o, en su defecto, a una indemnización equivalente a siete días de salario en metálico por año trabajado con un límite de seis mensualidades (artículo 10 en relación con el artículo 11 del Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección). Los acuerdos indemnizatorios en vigor en el momento de la sucesión son vinculantes para Atlas Capital, quien podría pactar una *indemnity* que le cubriese de este riesgo.

Adicionalmente, en cuanto a la posterior adquisición de Estrella Gestión Puertos por Atlas Capital, al configurar la compraventa a través de la compra de participaciones sociales o *share deal*, no estaríamos ante una sucesión de empresas propiamente dicha pues no hay un cambio de empleador sino un cambio en la titularidad; los empleados continuarán siéndolo de Estrella Gestión Puertos. Lo que trata de evitarse en los contratos de compraventa es, precisamente, la disrupción de las relaciones contractuales.

#### B) Ámbito fiscal

Cuando lo que se trasmite – por razones económicas válidas – es una rama de actividad productiva susceptible de constituir una unidad económica y no meros activos individualizados, la operación de transmisión no está sujeta ni a IVA ni a ITPyAJD.

En lo que respecta al IS, se establece un régimen tributario de neutralidad por el que la ganancia obtenida de la diferencia entre el valor de adquisición de lo escindido y su valor en el mercado, no tributa en el momento de realizar la escisión y segregación, sino en ejercicios fiscales futuros (esto es lo que se conoce como diferimiento).

#### C) Ámbito de la protección de datos

Adicionalmente, es importante realizar el proceso de *due diligence* desde la vertiente de la normativa de protección de datos, toda vez que su cumplimiento es un tema que preocupa cada vez más a los clientes a medida que aumentan la digitalización y las actividades que llevan implícitas el tratamiento de los datos personales a la autoridad competente en esta materia, esto es, la Agencia Española de Protección de Datos (“**AEPD**”).

Se listan a continuación a meros efectos orientativos y no limitativos, algunas de las cuestiones cruciales que deberán observarse con el objetivo de dar cumplimiento al Reglamento europeo de protección de datos del 27 de abril de 2016 (“**RGPD**”) a lo largo del proceso de *due diligence* de la filial Estrella Gestión Puertos:

- (i) los contratos laborales deberán contener una cláusula informativa del tratamiento de datos personales (i.e. identidad del responsable; datos de contacto del delegado de protección de datos; fines del tratamiento; destinatarios de los datos personales y; en su caso, la intención de transferir los datos a un tercer país);
- (ii) el encargado y el responsable del tratamiento de los datos deberán haber aplicado medidas técnicas y organizativas apropiadas para garantizar un nivel de seguridad adecuado al tratamiento (e.g. la seudonimización y el cifrado de datos personales; la capacidad de garantizar la confidencialidad, integridad, disponibilidad y resiliencia permanentes de los sistemas y servicios de tratamiento y; la capacidad de restaurar la disponibilidad y el acceso a los datos personales de forma rápida en caso de incidente físico o técnico, entre otros);
- (iii) la existencia de un procedimiento administrativo abierto ante la AEPD o de la existencia de una brecha de seguridad en curso y, en su caso, medidas adoptadas y estado actual de la situación y;
- (iv) teniendo en cuenta que Marruecos se encuentra fuera del Espacio Económico Europeo, cualquier transferencia de datos personales implicará una transferencia internacional (e.g. correos enviados a la filial Estrella Marruecos). Este tipo de operaciones deberán llevarse a cabo en cumplimiento de la normativa de protección de datos siempre y cuando existan garantías adecuadas de protección (i.e. se apliquen normas corporativas jurídicamente vinculantes que sean cumplidas por todos los miembros del grupo de empresas (artículo 47.1 a) RGPD)). Adicionalmente y con el fin de fortalecer la protección de los datos, podrán celebrarse cláusulas contractuales tipo o SCCs (artículo 46.2 d) RGPD).

#### 3.2.4. Cautelas adicionales: periodo interino e intercambio de información entre competidores

Considerando que la reestructuración se va a dar entre la firma y el cierre de la operación de compraventa, es importante establecer ciertas cautelas a favor de Atlas Capital que regulen la gestión del negocio durante el periodo interino o *interim period*.

Resulta vital para el negocio de Atlas Capital que la reestructuración se complete antes del cierre de la operación. Por tanto, habrá que incluir en el Contrato una condición suspensiva por la que la compraventa solo se consume cuando se haya llevado a cabo exitosamente la reestructuración societaria de Estrella del Mar. A estos efectos, es aconsejable definir un plazo claro en el que deba completarse la reorganización con el fin de evitar demoras injustificadas que puedan afectar al negocio. De no cumplirse con los plazos pactados, la compraventa podría ser renegociada o, en último término, cancelada sin penalización para Atlas Capital.

Por último, hay que tener en cuenta que hasta que no se produzca el cierre de la operación y, por tanto, el efectivo control por Atlas Capital de Estrella Gestión Puertos, esta y Andalucía Harbours

se mantienen como competidores en el mercado. Consecuentemente, es vital adoptar las cautelas necesarias con respecto al intercambio de información que pueda darse durante la operación de compraventa pues este hecho podría ser considerado anticompetitivo por las autoridades de la competencia. Así, deberían formalizarse acuerdos de confidencialidad (“**NDA**”) que garanticen la salvaguarda de información sensible intercambiada durante el proceso de *due diligence*.

#### **4. Sobre la existencia de un procedimiento judicial abierto contra Estrella del Mar**

##### 4.1. Alcance y consecuencias

Si bien el procedimiento judicial se ha iniciado contra Estrella del Mar, habrá que evaluar la eventual responsabilidad solidaria en que pueden incurrir las empresas filiales del grupo. En este sentido, el artículo 70 RDL 5/2023, sobre la protección de acreedores y responsabilidad por obligaciones incumplidas, refiere que responderán solidariamente todas las sociedades beneficiarias de la segregación hasta el importe de los activos netos atribuidos a cada una de ellas y siempre que la deuda hubiese nacido antes de la publicación del proyecto de segregación.

Por tanto, en la medida en que existe la posibilidad de que se dicte una sentencia judicial condenatoria contra Estrella del Mar antes de la publicación del mencionado proyecto –nacimiento de la deuda – es fundamental proteger contractualmente a Atlas Capital de esta contingencia a través de una *specific indemnity*.

##### 4.2. Equipo profesional y estimación de honorarios

Para el correcto desarrollo del procedimiento judicial, abogados procesalistas deben evaluar el caso, preparar la defensa y representar a la sociedad en el procedimiento judicial. Asimismo, será preceptiva la participación de un procurador que se encarguen de la representación de la sociedad y apoye a los abogados en todos aquellos trámites administrativos y procesales necesarios para el correcto y normal desarrollo del procedimiento civil.

Para determinar los honorarios o *fees* de los abogados, primero habría que saber cuántos abogados se prevé puedan participar en el litigio; ello conforme a las características, naturaleza y complejidad del mismo. Los abogados pueden fijar sus propias tarifas atendiendo a su experiencia, especialización y complejidad del caso, entre otros factores. En este caso concreto, el tratarse de una mera reclamación de cantidad, parece razonable que el equipo se conforme por un abogado senior (cuyos honorarios pueden oscilar entre los 200 y 300 € la hora) y un abogado junior (cuyos honorarios pueden oscilar entre los 100 y los 200€ la hora).

Por el contrario, en el caso de los procuradores, existen tarifas fijas ateniendo a la cuantía del litigio. Así, en este caso y teniendo en cuenta que solo va a ser necesario contratar los servicios de un procurador, se prevén unos aranceles de 714,00€.<sup>14</sup>

Además, es probable que se requiera la participación de expertos técnicos (jurídicamente conocidos como “peritos”) que evalúen los daños causados a la plataforma elevadora, así como la aplicabilidad o no de las coberturas incluidas en la póliza de seguro de la grúa. Todo ello será

---

<sup>14</sup> Esta estimación se ha realizado conforme al Real Decreto 434/2024, de 30 de abril, por el que se aprueba el arancel de derechos profesionales de la Procura.

reflejado en uno o varios informes que serán determinantes para el desarrollo del procedimiento. El precio del peritaje va a depender de su objeto. Cuando se trata de un peritaje de seguros, el coste del servicio puede alcanzar los 3.000€<sup>15</sup> por cada profesional interviniente.

## **5. Sobre la redacción e inclusión en el contrato de una cláusula de no competencia y las concentraciones económicas**

### **5.1. Pacto de no competencia**

En el marco de una compraventa de empresas de tales características, la negociación de una cláusula de no competencia es fundamental para que la finalidad del contrato – transmitir la empresa con su clientela – pueda lograrse. Para que sea considerada válida por las autoridades de competencia, el pacto deberá contemplar los siguientes requisitos necesarios: (i) interés efectivo, industrial o comercial, por parte del empresario; (ii) alcance temporal y geográfico de la prohibición y; (iii) compensación económica.

En primer lugar, el pacto debe estar basado en hechos o circunstancias que impliquen que el vendedor tenga, de forma efectiva, conocimientos empresariales relacionados con las decisiones técnicas, organizativas o productivas del comprador. En este caso, la prohibición de no competencia se fundamenta en que, al ser Estrella Gestión Puertos una filial de Estrella del Mar, esta tiene información relevante sobre sus características competitivas en el mercado y, por tanto, parece lógico que Atlas Capital busque formalizar un pacto de prohibición de competir durante un periodo de tiempo determinado.

En segundo lugar, al no existir regulación expresa sobre la duración de esta prohibición, la jurisprudencia suele contemplar un plazo máximo de dos años por analogía con los contratos de agencia o de hasta tres años, en caso de que concurra justa causa para proteger al comprador y en concreto, el objeto del contrato de compraventa (Decisión de la Comisión Europea de 1 de septiembre de 2000 en el caso Clayton Dubilier & Rise/Italtel). En este caso, consideramos razonable establecer la prohibición durante un periodo máximo de dos años, por existir un vínculo estrecho entre Estrella del Mar y Estrella Gestión Puertos.

Además, es fundamental considerar también el ámbito geográfico afectado por el pacto pues, en palabras del Tribunal Supremo, en ningún caso puede exceder de lo *“razonablemente útil o conveniente para garantizar que el valor de las participaciones no se viera deteriorado por la actuación del transmitente”* (STS de 18 de mayo de 2012).

En este caso, dado que la actividad portuaria es clave para el negocio de Estrella del Mar (y tiene operaciones en varios puertos) la imposición de una cláusula de no competencia en toda la región del Mediterráneo podría verse como una restricción territorial excesiva, particularmente si se tiene en cuenta que esta área incluye numerosos puertos que no necesariamente compiten entre sí. Aunque es cierto que el sector portuario tiene una dimensión internacional, una restricción tan amplia podría interpretarse por la autoridad de la competencia, como un intento de bloquear a Estrella del Mar en demasiados mercados. Ello sería considerado una conducta anticompetitiva

---

<sup>15</sup> Cuantía calculada conforme al precio de mercado.

por la eliminación de un competidor relevante o bien, por la distorsión de la competencia, creando o reforzando una posición dominante.

Por último, es fundamental pactar una compensación económica adecuada para la sociedad obligada por el pacto de no competencia. La jurisprudencia ha matizado que la cantidad concreta se determinará atendiendo al ámbito especial, funcional y temporal incluido en la cláusula.

Con base en base a todo lo anterior, se aconseja la redacción de una cláusula de no competencia de dos años de duración aplicable únicamente a aquellas zonas donde normalmente operen tanto Atlas Capital como Estrella del Mar, esto es, el norte de España y el noreste africano.

## 5.2. Concentración económica

Además de lo anterior, no podemos pasar por alto que el objetivo último de Atlas Capital es fusionar Estrella Gestión Puertos con Andalusia Harbours. Se trata, por tanto, de considerar si en este caso estamos o no ante una concentración económica que deba ser notificada a la CNMC por superar los umbrales previstos en el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas o los contemplados en la LDC.

La fusión por absorción de Andalusia Harbours, supone un cambio de control de carácter duradero, efectivo y estable sobre la totalidad de los activos de Estrella Gestión Puertos (*post cierre*). Para poder determinar si se cumplen los umbrales de notificación previstos, es importante determinar la fecha relevante para el inicio del cálculo de los umbrales, que suele coincidir con la fecha del último ejercicio contable.

El sistema europeo se basa en un doble umbral notificativo (de volumen de negocios y cuota de mercado) que, de no cumplirse, se entenderá que la concentración no tiene dimensión europea. En este caso, la operación deberá analizarse bajo el prisma de la normativa de defensa de la competencia española, la que incorpora umbrales de notificación diferentes (artículo 8 LDC). De cumplirse los umbrales previstos en cualquiera de los dos ámbitos, la operación quedará suspendida a la aprobación de la CNMC.

Por tanto, aunque no dispongamos de información suficiente como para saber si la notificación es o no preceptiva atendiendo a los umbrales mencionados, es aconsejable incluir una cláusula contractual que suspenda los efectos de la operación hasta que recaiga autorización de la autoridad de competencia o hasta que transcurra el plazo previsto en caso de que la autorización tácita resulte aplicable.

Además, es importante asegurarse en las R&W de que Estrella del Mar colaborará en el proceso de notificación, remitiendo toda la información y documentación necesaria para completar el formulario de notificación o para responder a los eventuales requerimientos. Asimismo, Atlas Capital, en calidad de comprador, podrá obligarse a realizar la notificación en un plazo de tiempo determinado. En el caso de que la obtención de la autorización requiera el ofrecimiento de compromisos o asunciones de obligaciones, las R&W deberán contemplar las concretas obligaciones de las partes.

## NOTA LEGAL 2. SOBRE LA OPERACIÓN DE COMPRAVENTA DE OCEANSHIP, S.A. Y SU POSTERIOR FUSIÓN CON ESTRELLA DEL MAR, S.A.

### 1. Introducción

#### 1.1. General

Esta nota legal (la “**Nota**”) ha sido preparada por González Vizcaya Abogados, S.L.P. (“nosotros” o “GV”) a solicitud de Estrella del Mar, S.A (“**Estrella del Mar**”), con el propósito de evaluar las implicaciones legales derivadas de la posible adquisición de OceanShip, S.A. (“**OceanShip**”).

Estrella del Mar con sede en Bilbao, es la sociedad matriz de un grupo empresarial español dedicado principalmente al transporte de mercancías. Los accionistas de control de la sociedad son la familia Machado, con una representación en el capital social de un 88%. El 12% restante pertenece a la familia Azcona. Ambas familias firmaron en 1987 un pacto de accionistas por el que acordaron que, para la aprobación de cualquier modificación estructural sería necesario el voto a favor de la familia Azcona. Desde entonces y a pesar de las múltiples modificaciones de estatutos sociales aprobadas por ambos accionistas, este pacto nunca ha sido alterado.

Por su parte, OceanShip es una sociedad cotizada española con sede en Barcelona, líder en el transporte internacional de mercancías entre los principales puertos del mar Mediterráneo. La familia Machado indirectamente y a través de una sociedad patrimonial, tiene una participación significativa del 3,5% en el capital social de OceanShip.

En la actualidad, Estrella del Mar tiene como objetivo principal adquirir una participación minoritaria, de alrededor del 29,7%, del capital social de OceanShip. Asimismo, OceanShip tiene previsto lanzar un programa de recompra de acciones en los próximos años que podría afectar hasta a un 1% del capital actualmente en circulación.

Por otro lado, Estrella del Mar una operación de fusión por la que OceanShip absorba Estrella del Mar. Teniendo en cuenta el valor de ambas compañías, la familia Machado pasaría a controlar aproximadamente un 57% de la sociedad resultante de la fusión. Sin embargo, la familia Azcona ha anunciado acciones legales derivadas de la aprobación de la fusión sin contar con su voto en la Junta General General. Como parte de su fundamentación jurídica, alega conflicto de interés por parte de la familia Machado, que tiene un consejero dominical designado en OceanShip. Además, argumenta que la operación carece de justificación económica para Estrella del Mar, tratándose de un intento de diluirlos (*squeeze-out*).

#### 1.2. Preguntas formuladas por Estrella del Mar

En particular, esta Nota responde las siguientes preguntas formuladas por Estrella del Mar, en relación con la situación descrita en el apartado 1.1.:

- Con respecto a la adquisición parcial de las acciones de OceanShip, evalúen la posibilidad de articular tal operación sin que surja la obligación de llevar a cabo una oferta pública de acciones (“**OPA**”). En caso de no ser posible, explique en qué condiciones podría articularse la compraventa y por qué porcentaje. Asimismo, indiquen cuales serían las

consecuencias para Estrella del Mar de aprobarse finalmente el programa de recompra de acciones.

- Con respecto a la posterior operación de fusión, expongan la posibilidad de articular la operación de tal forma que la familia Machado no tenga que lanzar una OPA y, en su caso, que requisitos deben cumplirse. Asimismo, indiquen un calendario y los principales pasos a seguir para realizar dicha integración.
- Por favor, valorar el posible impacto de la acción legal iniciada por la familia Azcona contra la familia Machado, así como los visos de prosperar que tiene dicha acción. Asimismo, indicar si dicha acción legal podría afectar a la validez de la fusión, distinguiendo si la fusión ya se ha inscrito o no, de ser procedente.

En las secciones siguientes se abordarán de manera detallada cada una de estas cuestiones.

## 2. Sobre la adquisición parcial de las acciones de Oceanship

### 2.1. La eventual necesidad de lanzar una OPA y posibles alternativas

En la operación de adquisición de acciones de OceanShip será de aplicación el Real Decreto 1066/2007, de 27 de junio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (“**RD de OPAs**”) en relación con la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (“**LMV**”).

A tenor de lo dispuesto en el artículo 3 RD de OPAs en relación con el artículo 108 LMV, quedará obligado a formular una OPA por la totalidad de los valores y dirigida a todos los titulares, quien alcance el *control* de una sociedad cotizada mediante la adquisición de acciones que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad. En este sentido, se entenderá que una persona física o jurídica tiene una participación de control en una sociedad cuando alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%.

Con todo, Estrella del Mar plantea la adquisición de un 29,7% de OceanShip, porcentaje que no alcanza el umbral mínimo exigido legalmente. Así las cosas, *a priori* no existiría obligación de lanzar una OPA. El problema se origina toda vez que la familia Machado – que, recordemos, tiene una participación del 88% en Estrella del Mar – posee a su vez, indirectamente y a través de una sociedad patrimonial, una participación del 3,5% en el capital de OceanShip. En estos casos, el cómputo de los porcentajes de derechos de voto presenta ciertas especialidades.

Con base en el artículo 5.1 a) RD de OPAs se atribuirán a una misma persona los porcentajes de voto que pertenezcan a un mismo grupo de empresas tal y como se definen en el artículo 4 LMV que, a su vez, remite al artículo 42.1 del Código de Comercio. Por tanto, en este caso, habrá que analizar si cabe reconocer la existencia de un grupo societario cuando el control es ejercido por una persona física –la familia Machado – y no una persona jurídica.

A este respecto, es jurisprudencia asentada del Tribunal Supremo – STS de 15 de marzo de 2017 y de 11 de julio de 2018, entre otras – que, al poseer una persona física la mayoría de los derechos de voto en dos sociedades distintas, dicha persona ejerce control sobre las mismas. En concreto, la familia Machado tiene un control efectivo sobre Estrella de Mar, toda vez que (i) posee la mayoría de los derechos de voto (la mitad más uno) y; (ii) como consecuencia de lo anterior, tiene la facultad



de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración. Asimismo, parece tener un control efectivo sobre la sociedad patrimonial.

Por tanto, la jurisprudencia reconoce la existencia de grupos societarios controlados por personas físicas. Así, debemos sumar al 3,5% de participación indirecta que la familia Machado tiene sobre OceanShip, la totalidad de los derechos de voto – esto es, el 29,7% – que pretende adquirir Estrella del Mar, resultando en un 33,2% y, por tanto, en la obligación de lanzar OPA.

Alternativamente, existen al menos dos escenarios en que no se activaría tal obligación. De un lado, Estrella del Mar debería comprar un porcentaje menor de OceanShip; en concreto, un 26,4% para que, aun sumándole el 3,5% de participación indirecta de la familia Machado, no se llegase al umbral del 30%. De otro, que la sociedad patrimonial vendiese un 3,3% de su participación en OceanShip de tal manera que, manteniendo la oferta de adquisición del 29,7%, tampoco se alcanzase dicho límite.

## 2.2. Consecuencias derivadas del programa de recompra de acciones

Cuando una empresa cotizada como OceanShip lanza un programa de recompra de acciones suele tener como objetivo principal la reducción del capital social mediante la amortización (eliminación) de las acciones recompradas. Esta operación reduce el número total de acciones en circulación lo que aumenta automáticamente el porcentaje de participación de cada accionista y en consecuencia, el importe relativo de los dividendos o *pay-out* o de cada accionistas o la rentabilidad por dividendo.

En este caso, la recompra de acciones reduce el 1% del capital en circulación. A este respecto, prevé el artículo 12.2 RD de OPAs que, cuando la compra se realice de acuerdo a lo previsto en el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento europeo y del Consejo de 16 de abril 2014 sobre el abuso de mercado (“**RAM**”) y no exceda del 10% del capital con derecho a voto de la sociedad no será necesario formular OPA.

El precepto europeo prevé en su artículo 5 la exención de los programas de recompra de acciones cuando:

- (i) se hagan público los detalles del programa de recompra antes de la negociación;
- (ii) la operación sea notificada a la autoridad competente del centro de negociación y, a continuación, sean difundidas al público;
- (iii) se respeten límites adecuados en cuanto al precio y volumen y;
- (iv) se realice con uno de los siguientes tres propósitos: reducción del capital del emisor; el cumplimiento de las obligaciones inherentes a los instrumentos financieros de deuda convertible en acciones o; el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los programas de opciones de acciones u otras asignaciones de acciones (i.e. empleados, miembros de los órganos de administración o supervisión del emisor o de una empresa asociada).

El Reglamento (UE) 2017/ 1052 de la Comisión de 8 de marzo de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, establece que podrá

acogerse a la excepción del programa de recompra de acciones aquel emisor que garantice la divulgación adecuada de la siguiente información (artículo 2):

- (i) el propósito del programa de recompra (al que nos referimos en el punto iv anterior);
- (ii) el importe monetario máximo de la asignación del programa;
- (iii) el número máximo de acciones que podrán adquirirse y;
- (iv) el periodo durante el cual se ha autorizado el programa.

Por tanto, habrá que asegurar el cumplimiento de estos requisitos para que no aplique la obligación de lanzar una OPA en el marco del programa de recompra de acciones.

### **3. Sobre la operación de fusión entre Oceanship y Estrella del Mar**

#### **3.1. Posibilidad de articular la operación sin necesidad de lanzar OPA y requisitos que deben cumplirse**

Como resultado de la fusión ente OceanShip y Estrella del Mar, la familia Machado pasaría a controlar el 57% de la sociedad resultante de la operación. Como venimos diciendo, este porcentaje supone un control efectivo sobre dicha sociedad. Sin embargo, el artículo 8.1 g) del RD OPAs reconoce una exención a la obligación de lanzar OPA en el contexto de una fusión y, siempre y cuando se cumplan tres requisitos: (i) como consecuencia de la fusión, un accionista alcance en la sociedad cotizada resultante el 30% de los derechos de voto; (ii) dicha persona no haya votado a favor de la fusión de la Junta General correspondiente de la sociedad afectada<sup>16</sup> y; (iii) pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control de la sociedad resultante.

Cumplidos los dos primeros requisitos, es el tercero el que merece especial atención pues exige a la sociedad adquiriente demostrar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“**CNMV**”) que la operación tiene un objetivo industrial o empresarial y que, por tanto, no se hace con la única o principal finalidad de tomar el control de la sociedad cotizada absorbente.

A este respecto, la práctica ha ido creando un conjunto de condiciones que suelen alegarse ante la autoridad competente para probar que el objetivo no es la toma de control y que se presentan en tres tipos de documentos diferentes:

- (i) Una solicitud de exención que realiza quien va a adquirir el control de la sociedad resultante de la fusión, esto es, la familia Machado, en la que se deberá describir la operación proyectada y los principales elementos que justifican que su propósito no es la toma de control. Es aconsejable que dicha solicitud vaya acompañada por dos informes externos pues si bien no son preceptivos, la CNMV sí los ha requerido en los últimos años.

---

<sup>16</sup> Es importante clarificar qué se entiende por “sociedad afectada” pues, al haber votado la familia Machado (que es a quien hace referencia el punto (i) y, en consecuencia, el punto (ii)) a favor de la fusión, podría no ser de aplicación dicha exención. La doctrina entiende que el concepto de sociedad afectada hace referencia a la sociedad absorbente (en este caso, OceanShip). Por tanto, teniendo en cuenta que la familia Machado vota la fusión en la Junta General de Estrella del Mar, este requisito se entiende cumplido.

- (ii) Un informe de un perito o consultor de negocios que, con base en la información facilitada por las sociedades intervinientes, concluya sobre los motivos empresariales o industriales de la fusión.

Estos informes deberán utilizar los compromisos que han asumido las partes en los documentos de la fusión como evidencia de que la operación no tiene como objetivo la toma de control (e.g. limitaciones a la adquisición de acciones en la sociedad cotizada por un periodo de tiempo entre uno y tres años desde la fecha de efectividad de la fusión; establecimiento en los estatutos de mayorías reforzadas en determinados asuntos o; compromiso expreso de cumplir las disposiciones del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, entre otros).

En la práctica, si la CNMV entiende que los compromisos adoptados por las partes no son suficientes, podría solicitar compromisos adicionales para poder otorgar la exención. Asimismo, podría (a) eliminar o modificar alguno de los extremos del acuerdo de fusión si considera que puede darse una concertación a efectos de OPA o; (b) añadir, eliminar o modificar cláusulas si considera que el control del socio que supera el umbral del 30% no queda lo suficientemente limitado.

- (iii) Un dictamen jurídico en el que los abogados de la familia Machado o de OceanShip opinen sobre si el motivo principal de la fusión es la toma de control.

Comprobado que se cumple todo lo anterior, corresponde a la CNMV acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud, que no es necesaria la OPA (la CNMV aprueba o no la exención, pero en ningún caso impone condiciones a las partes).

A estos efectos, la CNMV no ha publicado ninguna guía o indicación que pueda servir como orientación en el cumplimiento de estos requisitos. Por tanto, la única vía para valorar la eventual concesión de una exención consiste en explorar distintos casos en que la CNMV haya atendido a la petición de las partes en busca de patrones comunes que permitan discernir qué criterio tiene la entidad para otorgar la exención.<sup>17</sup>

Únicamente se ha tenido acceso a la información sobre una operación – Tubos Reunidos, S.A. y el Grupo Condesa 2007 – en la que la CNMV no otorgó<sup>18</sup> dicha exención (no hay datos sobre los motivos que llevaron a la CNMV a desestimarla). Sin embargo, más allá de esta operación, la mayoría de las fusiones entre sociedades con negocios en marcha – como es el caso de

---

<sup>17</sup> Véase el caso Iberia Líneas Aéreas de España, S.A. en Vueling Airlines, S.A. tras la fusión de esta última sociedad con Clickair, S.A. en 2009. En el siguiente enlace pueden consultarse los documentos que presentó Iberia – los cuales se han listado en dicho aportado – y que fueron tenidos en cuenta por la CNMV para otorgar la exención del artículo 8 g) RD de OPAS: <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=ggUBudjRzwY%2biFTi1srS3roj5caDaczWitwUsYwRmRQSRh0dt1K2vXNhAR3mLSV>

<sup>18</sup> En este caso, las partes decidieron desistir de la fusión al considerar que no iba a ser posible conseguir la exención. Según la comunicación remitida a la CNMV el 26 de noviembre de 2008 (con número de registro oficial 100.759), dicho desistimiento tuvo lugar como consecuencia de la imposibilidad de acometer los proyectos de integración y expansión, así como otros elementos industriales que impulsaban el racional industrial y empresarial de la fusión. Sin embargo, no hay datos sobre los motivos que llevaron a la CNMV a rechazar la exención.

OceanShip y Estrella del Mar – deberían cumplir con el requisito de que responden a motivos industriales o empresariales.

### 3.2. Estimación de calendario<sup>19</sup> y principales pasos a seguir en la integración

La operación de fusión entre OceanShip y Estrella del Mar se realizará conforme al siguiente calendario de carácter meramente orientativo:

ETAPA	DESCRIPCIÓN	PLAZO ESTIMADO <sup>20</sup>
<b>Fase preparatoria</b>		
1.	Las partes deberán estudiar la operación contemplada. El inicio de la fase de negociación de una operación entre sociedades cotizadas puede calificarse como “información privilegiada” conforme al artículo 7 RAM. De considerarse como privilegiada entonces debería divulgarse a través de la CNMV tan pronto como sea posible (artículo 18 RAM y artículo 226 LMV) <sup>21</sup> .	D-37
2.	Según la práctica del mercado, la garantía de confidencialidad exige, entre otras: <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) la firma de un acuerdo de confidencialidad que proteja adecuadamente las informaciones que se intercambian;</li> <li>(ii) la apertura de una lista de iniciados;</li> <li>(iii) la restricción del círculo de personas que deban conocer la información para sacar adelante la negociación;</li> <li>(iv) la identificación como “confidencial” y destruirse de acuerdo con su naturaleza;</li> <li>(v) la reunión previa con la CNMV para exponer al proyecto antes de anunciarla al mercado y;</li> <li>(vi) la preparación de comunicaciones de contingencia ante posibles difusiones no deseadas de la información.</li> </ul>	D-35
3.	La comunicación de información a uno o más inversores potenciales, con anterioridad al anuncio de la operación, con el fin de evaluar su interés en ella y las condiciones relativas a dicha operación (e.g. precio o volumen potencial).	D-34

<sup>19</sup> El calendario propuesto se ha elaborado bajo la presunción de que no será necesario realizar una OPA obligatoria en virtud de la exención prevista en el artículo 8 g) del RD de OPAs. Sin embargo, dado que la decisión final sobre la aplicación de esta exención recae en la CNMV, González Vizcaya Abogados, no puede garantizar con certeza que dicha exención sea concedida. En caso de que la CNMV determine que no procede tal exención, el calendario podría verse alterado.

<sup>20</sup> Este calendario no tiene en cuenta diferencias entre días hábiles e inhábiles.

<sup>21</sup> No obstante, el artículo 17.4 RAM exonera de la obligación de difundir dicha información al mercado tan pronto como sea posible siempre que (i) pueda provocar un daño en los intereses legítimos del emisor; (ii) el retraso no induzca a engaño y; (iii) que se esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la operación.

ETAPA	DESCRIPCIÓN	PLAZO ESTIMADO <sup>20</sup>
4.	Los órganos de administración de las sociedades participantes en la fusión plasman en un documento los acuerdos alcanzados entre ellas en torno a la fusión (e.g. ecuación de canje, gobierno corporativo de la sociedad resultante, obligaciones de las partes, etc.).	D-32
5.	Las partes deben firmar los llamados protocolos de fusión, acuerdos de fusión o contratos de integración que recogen cuestiones que no tienen por qué formar parte del proyecto de fusión.	D-31
<b>Fase decisoria</b>		
1.	<p>El Consejo de Administración de Estrella del Mar y OceanShip deberán (arts. 33 y siguientes RD 5/2023):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) formular un proyecto común de fusión (el “<b>Proyecto de fusión</b>”) que deberá contener los elementos descritos en el artículo 40 RD 5/2023, entre ellos, la ecuación de canje de la que deriva la adquisición de la familia Machado del 57% de los derechos de voto de la sociedad resultante de la fusión;</li> <li>(ii) solicitar el nombramiento de uno o varios expertos independientes;</li> <li>(iii) aprobar el último balance<sup>22</sup> del ejercicio que, podrá ser considerado de fusión siempre y cuando haya sido cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del Proyecto de fusión;</li> <li>(iv) someter el balance de fusión, así como las modificaciones contenidas en el mismos, a la verificación del auditor de cuentas de aquella sociedad participante en la fusión que estuviese obligada a auditar.</li> <li>(v) poner a disposición de los socios toda la información relacionada con la fusión y;</li> <li>(vi) convocar la Junta General de accionistas (que deberá publicarse con un mes de antelación, como mínimo, a la fecha de prevista para la celebración de la junta).</li> </ul>	D-30

<sup>22</sup> En este caso, como en la fusión participa una sociedad cotizada – OceanShip – cuyos valores ya están admitidos a negociación en un mercado regulado, el balance de fusión podrá ser sustituido por un informe financiero semestral de la sociedad exigido por la legislación sobre mercado de valores. Ahora bien, dicho informe deberá cerrarse y hacerse público dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión (artículo 119 LMV).

En cuanto a la necesidad de auditar el informe financiero semestral, aunque hay doctrina – Vidal-Pardo, 2014 y Garrido, 2013 – y precedentes – e.g. Banco Sabadell y Banco Gallego – que defienden que la norma no exige la auditoría específica de estos informes financieros hay casos en que registradores mercantiles han denegado la utilización de un informe financiero semestral sin auditar. Por tanto, se aconseja auditar los mismos.

ETAPA	DESCRIPCIÓN	PLAZO ESTIMADO <sup>20</sup>
2.	Aprobación <sup>23</sup> del Proyecto de fusión y balance por las juntas generales de accionistas de Estrella del Mar y OceanShip.	D
<b>Fase de pendencia</b>		
1.	Solicitud de la exención del artículo 8 g) del RD de OPAs a la CNMV, acompañada de la documentación mencionada <i>supra</i> .	D+5
2.	Aprobación de la exención en el plazo de 15 días a contar desde la presentación de la solicitud.	D+20
<b>Fase de ejecución</b>		
1.	Publicación del acuerdo de fusión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (“BORME”) y en la página web de la sociedad o, a falta de ella, en uno de los diarios de mayor difusión en la provincia de cada sociedad.	D+21
2.	Elevación a escritura pública del acuerdo de fusión adoptado.	D+22
3.	Anuncio del canje: cuando en una operación de fusión interviene una sociedad cotizada, como es el caso, el proyecto común de fusión no tiene que contemplar la referencia a que el anuncio del canje se publicará en el BORME, sino mediante comunicación de otra información relevante.	D+23
4.	Inscripción de la fusión <sup>24</sup> en el Registro Mercantil.	D+24
5.	Proceso de canje que incluye: <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) emisión de un testimonio notarial con el cajetín de inscripción para Iberclear, y una copia simple, para las Bolsas;</li> <li>(ii) verificación por parte de la CNMV de la admisión a negociación de las nuevas acciones;</li> <li>(iii) puesta a disposición de los accionistas de la sociedad absorbida las nuevas acciones de la sociedad cotizada que les corresponda en canje (que comienzan a cotizar ese mismo día);</li> <li>(iv) liquidación del canje y;</li> <li>(v) entrega física de las acciones</li> </ul>	D+30

#### 4. Sobre las acciones legales iniciadas por la familia Azcona y su posible impacto en la operación de fusión

<sup>23</sup> Otra particularidad de las fusiones que involucran sociedades cotizadas es que, junto con los acuerdos de fusión, la sociedad absorbente, esto es OceanShip, suele aprobar el nombramiento de nuevos consejeros, así como modificaciones a las normas internas de gobierno corporativo. La normativa de modificaciones estructurales exige poner a disposición de los accionistas de la sociedad absorbida, esto es, Estrella del Mar, los estatutos que va a tener la sociedad absorbente tras la fusión y la identidad de los nuevos administradores de la sociedad absorbente.

<sup>24</sup> A estos efectos hay que tener en cuenta que, en la práctica, es aconsejable que la inscripción tenga lugar un viernes, con el fin de facilitar las labores del banco agente del canje.

La aprobación de la fusión (en tanto modificación estructural) sin contar con la participación de la familia Azcona en la Junta General, supone un incumplimiento del pacto de accionistas adoptado en 1987. Ante dicho incumplimiento, la familia Azcona tiene tres vías de acción alternativas: (i) impugnar el acuerdo social con fundamentación en el incumplimiento de un pacto parasocial; (ii) impugnar del acuerdo social con base en el artículo 204 LSC y; (iii) alegar directamente el incumplimiento del pacto parasocial (normativa contractual).

#### 4.1. Impugnación del acuerdo social con base en el incumplimiento del pacto parasocial

Esta alternativa está sujeta a un intenso debate doctrinal y jurisprudencial. En este caso, al haber sido aprobado el pacto por todos los socios titulares de la totalidad del capital social con derecho a voto, estamos ante lo que se considera un pacto parasocial omnilateral.

Es indiscutible que los pactos parasociales son eficaces entre aquellos socios que los suscriben, en este caso, entre ambas familias. Por tanto, la cuestión objeto de debate es si, además, pueden ser oponibles a la sociedad de tal manera que el incumplimiento del pacto pudiese considerarse una vía de impugnación del acuerdo social. El problema se acentúa con respecto a la eficacia y oponibilidad o *enforcement* de los pactos parasociales omnilaterales.

La doctrina más autorizada – encabezada por Paz-Ares Rodríguez, Alfaro Águila-Real y Massaguer Fuentes – sostiene que un pacto de dicha naturaleza ha de ser oponible a la sociedad y, por tanto, podría llegar a anularse un acuerdo social por incumplimiento de dicho pacto. Así, defienden esta figura como una extensión o complemento del contrato social, pues de no acordarse el contenido de tales pactos, las partes probablemente no entrarían en una relación societaria. En este caso, por ejemplo, la familia Azcona, en tanto accionista minoritario de Estrella del Mar, es probable que pusiera en común parte de su patrimonio bajo determinadas garantías contractuales de que las decisiones relativas a la estructura societaria se iban a tomar de manera leal y acorde también a sus intereses.

Sin embargo, el Tribunal Supremo ha ido consolidando su criterio con respecto al principio de inoponibilidad a la sociedad de los pactos parasociales (artículo 29 LSC). Así, en su reciente sentencia de 7 de abril, reitera que la simple infracción de un pacto parasocial no basta por sí sola para la anulación del acuerdo social (sentencias de 10 de diciembre; de 6 de marzo y; de 5 de marzo). Para ejercitar una acción legal por esta vía, además del pacto, el acuerdo social impugnado debe infringir la ley, los estatutos, o lesionar los intereses de la sociedad en beneficio de uno o varios socios o de terceros (artículo 204 LSC). A estos efectos, tampoco considera el Tribunal que el concepto de interés social se relacione automáticamente con la voluntad expresa en los pactos parasociales omnilaterales.

Por tanto, si la familia Azcona interpone una acción de impugnación contra un acuerdo social basándose exclusivamente en el incumplimiento de un pacto parasocial, es muy probable que dicha demanda vaya a ser desestimada.

#### 4.2. Impugnación del acuerdo de fusión por contravenir el interés social

Para impugnar un acuerdo social habrá que estar ante cualquier de los escenarios que contempla el artículo 204 Ley de Sociedades de Capital (“LSC”): que sea contrario a la ley, a los estatutos, o que el acuerdo lesione el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. Este caso no parece encajar en ninguno de los supuestos descritos salvo el del interés social. Veamos, por tanto, los visos de prosperar de una acción que se ejercite por esta vía.

Es importante el apartado segundo del precepto citado el cual establece que el interés social también se puede ver lesionado cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se imponga de manera abusiva por la mayoría. Asimismo, se entenderá impuesto de forma abusiva cuando no exista una necesidad razonable de la sociedad para adoptar tal acuerdo. Esto es precisamente lo que alega la familia Azcona que defiende que la operación carece de justificación económica pues es una excusa de la familia Machado para tomar el control de OceanShip y diluirlos.

Excepcionalmente, el Tribunal Supremo ha establecido que, cuando se aprecie mala fe o abuso de derecho, podría determinarse la nulidad del acuerdo social. Se trata de aquellos casos en que habiéndose adoptado un pacto parasocial omnilateral, posteriormente se acordase en contra de lo pactado en aquel. Esto sería una actuación contraria a la buena fe cuya consecuencia jurídica sería la nulidad del acuerdo social, no por la infracción del pacto parasocial en sí mismo sino por la lesión del interés social (STS 300/2022, de 7 de abril).

Un juez podría estimar el argumento construido a partir de la lesión del artículo 204 LSC atendiendo a la prueba aportada y practicada durante el procedimiento judicial.

#### 4.3. Incumplimiento del pacto parasocial del año 1978

El último remedio, pero sin duda el menos problemático, es el de instar una indemnización resarcitoria por los daños y perjuicios sufridos derivados del incumplimiento contractual. Así, la parte que ha incumplido el pacto, esto es, la familia Machado, queda obligada a reparar los daños y perjuicios ocasionados a la contraparte, siempre y cuando el incumplimiento le sea imputable (artículo 1101 del Código Civil (“CC”).

Ahora bien, en la práctica, es difícil probar y cuantificar el daño ocasionado por la infracción de un pacto parasocial. En consecuencia, resulta aconsejable establecer de antemano una liquidación abstracta del daño e incluso una cláusula penal que no priva al acreedor de la acción de cumplimiento y que puede exigirse al margen de la indemnización que corresponda, siempre y cuando hubiese sido pactada por las partes (artículo 1152 CC).

Asimismo, la familia Azcona podría ejercitar la acción de remoción, acción que se dirige a eliminar el estado de las cosas causado por el incumplimiento. El recurso a este remedio se producirá cuando el socio demandante tenga interés en revocar el acuerdo adoptado en incumplimiento del pacto o en volver a someter a la consideración de la Junta General la propuesta de acuerdo. La viabilidad de esta acción puede verse neutralizada por la excepción de imposibilidad, ya sea por la existencia de derechos de terceros o por razones de simple oportunidad. Sin embargo, no parecen darse en este caso concreto.

#### 4.4. Afectación de la acción legal iniciada por la familia Azcona a la validez de la fusión



Las acciones legales emprendidas por la familia Azcona por cualquiera de las tres vías descritas, son susceptibles de afectar a la validez de la fusión siempre y cuando esta no haya sido inscrita en el Registro Mercantil (artículo 16 del Real Decreto 5/2023). En estos casos, un tribunal podría declarar la nulidad o revocación del acuerdo de fusión impidiendo que la operación se materialice.

Ahora bien, de no estimarse la nulidad o revocación del acuerdo adoptado, pero sí el incumplimiento del pacto, la familia Machado debería indemnizar a la familia Azcona por los daños y perjuicios ocasionados sin que ello afecte a la validez del acuerdo social.

## **NOTA LEGAL 3. SOBRE LA PROPUESTA DE RETRIBUCIÓN FLEXIBLE A LOS ACCIONISTAS DE OCEANSHIP, S.A.**

### **1. Introducción**

#### 1.1. General

Esta nota legal (la “**Nota**”) ha sido preparada por González Vizcaya Abogados, S.L.P. (“nosotros” o “GV”) a solicitud de Star OceanShip, S.A (“**Star OceanShip**”), con el propósito de evaluar las implicaciones legales de la propuesta de retribución a las accionistas mediante la adopción de un sistema de *scrip dividends*, así como el asesoramiento en su implementación.

Star OceanShip es la sociedad resultante de la fusión entre Estrella del Mar, S.A. (“**Estrella del Mar**”) y OceanShip, S.A (“**OceanShip**”) que prevé captar la atención de grandes inversores internacionales. Para ello, el Consejo de Administración explora la posibilidad de ofrecer un sistema de retribución a las accionistas que sea atractivo. En este contexto, algunos bancos sugieren la implementación de un sistema de *scrip dividends* que combine, a elección del accionista, la posibilidad de recibir un dividendo en metálico o acciones por un valor equivalente.

Es importante alertar de la tensa situación que existe entre las dos familias accionistas de Estrella del Mar: la familia Azcona y la familia Machado. La primera nunca ha estado a favor de la fusión pues fue aprobada por la familia Machado sin contar con su participación en la junta general, incumpliendo así el pacto de accionistas de 1987 que plasma la obligación de que ambas familias aprueben en Junta General cualquier modificación estructural.

En consecuencia, la familia Azcona continua beligerante y, en una carta dirigida a la oficina de accionistas, ha expresado su oposición plena al nuevo esquema retributivo: “el derecho a recibir un dividendo en metálico es la esencia del contrato de sociedad”.

#### 1.2. Preguntas formuladas por Star OceanShip

En particular, esta Nota responde las siguientes preguntas formuladas por Star OceanShip, en relación con la situación descrita en el apartado 1.1.:

- Asesoren en la implementación de un programa de este tipo, así como en la forma en que podría llevarse a cabo.
- Asimismo, evalúen si existe alguna limitación respecto de la “fórmula” que debe operar por defecto (i.e., en caso de que un accionista no se pronuncie sobre su elección en el tiempo estipulado, qué debe entregársele ¿un dividendo en metálico o acciones?).

En las secciones siguientes se abordarán de manera detallada cada una de estas cuestiones.

### **2. Sobre la implementación de un programa de *scrip dividends* como instrumento de retribución a los accionistas**

#### 2.1. Derecho de retribución de los accionistas y alternativas de retribución

En virtud del artículo 93 a) y siguientes del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”), los accionistas de toda sociedad tienen un derecho de participación en las ganancias sociales.

La normativa societaria prevé el tradicional reparto de dividendos entre los accionistas en metálico. Sin embargo, la práctica ha puesto de manifiesto otras opciones igualmente válidas, como el sistema de *scrip dividends*, a partir del cual tiene lugar el reparto de dividendos en acciones. Si bien estas operaciones no son una figura regulada en el ordenamiento jurídico español, a ella han acudido ya un importante número de sociedades cotizadas que integran el Ibex 35. Por tanto, dicha fórmula es aconsejable siempre y cuando se adopte atendiendo a las cuestiones que se detallan a continuación.

Ante la falta de mecanismos específicos que permitan diseñar un sistema de retribución que siga el esquema de los *scrip dividends* de la práctica anglosajona, en España la implementación de un programa de esta naturaleza implica la coordinación de dos operaciones diferenciadas: el aumento de capital liberado y la distribución de dividendos, para lograr el objetivo perseguido. Ambas operaciones continúan manteniendo sus principales características y reglas propias (e.g. en materia de quórums de asistencia y votación, régimen de mayorías) que se mantienen identificables a lo largo del proceso.

Al tratarse de operaciones independientes el accionista puede elegir entre las opciones de remuneración que se le ofrecen:

- (i) recibir su retribución en acciones, recibiendo acciones nuevas liberadas en consideración de dividendos;
- (ii) recibir su retribución en efectivo, mediante el pago de la sociedad al accionista de un dividendo en efectivo.
- (iii) recibir su retribución en efectivo, a través de la venta de los derechos de asignación gratuita en un mercado secundario y;

La elección de una de las alternativas excluye la posibilidad de optar por las restantes.

La retribución que recibe el accionista por los cauces (i) y (ii) son equivalentes mientras que la retribución que percibirá por la vía de la opción (iii) dependerá de las condiciones del mercado, en general, y del precio de cotización de la acción, en particular.

## 2.2. Implementación del programa de *scrip dividends*

Como se ha anunciado, la adopción de dicho modelo de retribución flexible exige la aprobación de dos acuerdos llamados a ejecutarse simultáneamente: el de aumento de capital con cargo a reservas y el de distribución de dividendos. Se deben tener en cuenta los procedimientos propios de cada una de las operaciones descritas, sin perjuicio de la atención a ciertas especialidades derivadas de sistema de retribución flexible.

La competencia para aprobarlos reside en la Junta General de Accionistas de Star OceanShip (artículo 160 d) y a) LSC, respectivamente). El acuerdo deberá reflejar los siguientes aspectos, entre otros: (i) el número de derechos de asignación gratuita que se otorgará por cada acción y en qué momento se va a llevar a cabo la distribución; (ii) la determinación de las reservas con cargo

a las que se realizará el aumento de capital de entre las recogidas en el artículo 303.1 LSC y; (iii) la clase de las nuevas acciones que se van a emitir (en la práctica, se suelen emitir acciones ordinarias beneficiándose de la excepción a la publicación del folleto informativo).

Por otro lado, la aplicación del resultado y el aumento de capital con cargo a reservas se encuentran sometidos a distintos quórum para la válida constitución de la Junta General. Así, mientras que en el primero de los casos se requerirá el quórum ordinario establecido en el artículo 193 LSC, para la aprobación del aumento de capital será necesario el quórum reforzado (ex artículo 194 LSC). Lo mismo ocurre en relación con las mayorías necesarias para la adopción de los acuerdos. Para la propuesta de aplicación de resultados se requerirá mayoría simple mientras que para la aprobación de la ampliación de capital será necesaria una mayoría reforzada. En este sentido, teniendo en cuenta que la familia Machado posee el 57% de Star OceanShip, podría adoptar cualquiera de estos acuerdos sin contar con el apoyo de la familia Azcona.

Teniendo en cuenta la divergencia en cuanto a los porcentajes de quórum y mayorías, existe la posibilidad de modificar los estatutos sociales. De esta manera, podrían elevarse los quórum y mayorías requeridos para la aplicación del resultado al nivel de los requeridos para el aumento de capital social con cargo a reserva, siendo los mismos para ambas operaciones.

En tanto en cuanto entre la aprobación de los acuerdos y la puesta en marcha del programa de *scrip dividends* media un espacio de tiempo, es necesario acompañar dichos acuerdos de una delegación de facultades al Consejo de Administración (artículo 297.1 LSC). Así, con sujeción a las fórmulas y límites predeterminados por la Junta General de Accionistas, el Consejo podrá fijar los importes definitivos de la ejecución del programa. Ello tiene como finalidad garantizar a los accionistas que la retribución que perciban en caso de decantarse por recibir acciones liberadas será equivalente a la retribución en efectivo que perciban en caso de solicitar el cobro del dividendo en metálico.

A continuación, se habilita un periodo de tiempo para que los accionistas puedan optar por unas u otras alternativas que se les ofrecen (que tiene lugar en paralelo con el periodo de negociación de derechos de asignación gratuita descritos anteriormente). Aquellos accionistas que no expresen sus preferencias en el periodo de tiempo establecido recibirán acciones liberadas (se trata de la opción por defecto).

Por otro lado, resulta necesario diferir la fecha de pago del dividendo para aproximarla a la fecha de entrega de las nuevas acciones liberadas que se emitan en ejecución del acuerdo de aumento de capital social (y que tiene lugar una vez transcurrido el periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita).

En este punto, es preciso bloquear los derechos de asignación gratuita de aquellos accionistas que hayan optado por recibir el dividendo. Solo así se permite la renuncia a estos derechos y, en consecuencia, a las acciones nuevas que les correspondan impidiéndose su venta en el mercado. De la misma manera, es necesario elaborar un mecanismo que impida la posibilidad de optar por el dividendo a quienes hayan vendido sus derechos de asignación gratuita en el mercado, evitando así una doble remuneración.

Asimismo, habría que activar un sistema que impida optar por el dividendo a los adquirentes de los derechos de asignación gratuita adquiridos en el mercado pues no serían titulares de las acciones al *record date*. Así, estos titulares únicamente podrían optar por percibir su retribución mediante la entrega de acciones liberadas o bien, mediante la transmisión de nuevo, de los derechos adquiridos en el mercado.

Por último, en la medida en que se van a emitir nuevas acciones admitidas a negociación en las bolsas de valores, han de cumplirse con los requisitos que establece la normativa de mercado de valores en relación con la información relevante que hay que ir emitiendo a la CNMV, con base en el artículo 228 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (“LMV”).

### 2.3. La opción de retribución por defecto: acciones liberadas

Como se ha adelantado, la finalidad última del sistema de retribución flexible es ofrecer a los accionistas la posibilidad de elegir entre recibir su retribución en efectivo o en acciones liberadas. En caso de que el accionista no se pronuncie expresamente sobre su elección en el periodo de tiempo establecido para ello, la opción de retribución por defecto será la entrega de acciones liberadas. Su finalidad no es otra más que evitar que la conducta pasiva de algún accionista impida al resto materializar sus preferencias en materia retributiva.

Se exponen a continuación las razones que justifican por qué la opción por defecto consiste en atribuir acciones liberadas:

- (i) En el sistema tradicional de *scrip dividends*, la opción por defecto puesta en marcha por sociedades cotizadas españolas ha sido la entrega de acciones liberadas. No existe motivo para modificar este aspecto.
- (ii) Teniendo en cuenta que el valor de retribución que la sociedad ofrece otorgando dividendos en metálico o en acciones liberadas es equivalente, y que el tratamiento fiscal de la entrega de acciones es más favorable, tiene sentido que la opción por defecto sea esta última.
- (iii) En los *scrip dividends* puestos en marcha en España atendiendo al sistema tradicional de retribución consistente en recibir un importe fijo garantizado en efectivo, la opción más frecuente entre los accionistas ha sido la de la entrega de acciones liberadas.
- (iv) Es aquella que más compensa a la sociedad que refuerza sus fondos propios y no tiene una salida de caja a través del pago de dividendos en metálico.

### 2.4. Forma en que debe satisfacerse el derecho de los accionistas a participar en las ganancias sociales: en metálico o en especie

La familia Azcona pone de manifiesto una de las más importantes discusiones doctrinales del derecho societario: la forma en que deben satisfacerse los dividendos de los accionistas. Por tanto, habrá que plantearse las posibilidades que tiene la Junta General de Accionistas de Star OceanShip, ex artículo 276.1 LSC, para determinar la forma de satisfacer el dividendo, esto es, en metálico o con bienes no pecuniarios (i.e. nuevas acciones emitidas por la sociedad).

Una parte mayoritaria de la doctrina – Sánchez Calero, Massaguer Fuentes y Díaz Echegaray, entre otros – afirma que el derecho al dividendo es de naturaleza pecuniaria, ya que tanto la determinación del beneficio como la del dividendo se basan en la valoración pecuniaria de los elementos del patrimonio social. Esta postura encuentra su fundamento en dos argumentos principales.

En primer lugar, si el propósito del contrato de sociedad es el ánimo de lucro de los accionistas, la distribución de dividendos en bienes distintos al dinero desnaturalizaría el esquema societario típico. Por tanto, aunque no se encuentre expresamente reconocido por ley, el contenido pecuniario del derecho al dividendo queda integrado en el contrato social.

Por otro lado, se hace referencia a la imposibilidad de fraccionamiento de los bienes no dinerarios, así como de la dificultad de valoración de los mismos. En consecuencia, podría producirse una alteración de los importes efectivamente asignados a los accionistas y, con ello, una alteración de la regla de proporcionalidad en el reparto de los dividendos, *ex artículo 275 LSC*. De la misma manera, una infravaloración de los bienes no pecuniarios pondría en peligro la integridad del capital social.

Ahora bien, estos argumentos no son totalmente concluyentes; otra parte de la doctrina – Paz-Ares Rodríguez, entre otros – ha encontrado una forma de rebatirlos, concluyendo que el dividendo también puede satisfacerse en otros bienes distintos al dinero.

El artículo 276.1 LSC no recoge las distintas formas en que puede satisfacerse el pago del dividendo de la misma manera que tampoco reconoce una forma de pago subsidiaria ante la falta de determinado por la Junta. Por tanto, parece que atribuye a la Junta la facultad de determinar libremente la forma de pago del dividendo. En la medida en que la normativa societaria no se opone a la satisfacción del dividendo en bienes distintos al dinero, cabría tal posibilidad siempre y cuando se presente como una opción al accionista y se adopten las cautelas necesarias para que dicha forma de pago no altere la proporcionalidad en el reparto de dividendos.

Con todo, sería aconsejable que Star OceanShip incluyese en los estatutos sociales una cláusula, de redacción sencilla, en que se describiese un sistema de retribución basado en la figura de los *scrip dividends* (artículo 28 LSC). Asimismo, esta cláusula debería prever que la fórmula que aplica en defecto de elección del accionista es la de la retribución en acciones, como ya se ha expuesto.

En este sentido, la doctrina sí viene aceptando la licitud de diversas cláusulas estatutarias siempre que éstas no se refieran a la exclusión de ningún socio en la participación de las ganancias sociales. Son muchas las sociedades que conforman el índice de Ibex 35 que contienen cláusulas estatutarias que contemplan la posibilidad de que el dividendo sea satisfecho total o parcialmente en especie (e.g. Banco Santander, BBVA, Mapfre e Iberdrola<sup>25</sup>, entre otros).

---

<sup>25</sup> A estos efectos, véase la redacción del artículo 58 de los Estatutos Sociales de Iberdrola (énfasis propio):

1. La Junta General de Accionistas resolverá sobre la aplicación del resultado del ejercicio de acuerdo con las cuentas anuales aprobadas.

2. Si la Junta General de Accionistas acordase distribuir un dividendo, decidirá el momento y la forma de pago. La determinación de estos extremos y de cualesquiera otros que pudieran ser necesarios o convenientes para la efectividad del acuerdo podrá ser delegada en el Consejo de Administración.

3. La Junta General de Accionistas podrá acordar que el dividendo sea satisfecho total o parcialmente en especie, siempre y cuando los bienes o valores objeto de distribución sean homogéneos, estén admitidos a negociación en un mercado oficial en el momento

Teniendo en cuenta que la familia Machado tiene una participación del 57% en Star OceanShip, podría aprobarse esta modificación estatutaria sin contar con el apoyo de la familia Azcona (artículo 194 LSC en relación con el artículo 201 LSC).

---

*de la efectividad del acuerdo o quede debidamente garantizada por la Sociedad la obtención de liquidez en el plazo máximo de un año y no se distribuyan por un valor inferior al que tienen en el balance de la Sociedad. La misma regla será de aplicación en caso de reducción del capital social por devolución de aportaciones en especie.*

*4. La distribución del dividendo a los accionistas se realizará en proporción al capital social que hayan desembolsado.*

\* \* \*



## **BIBLIOGRAFÍA**

### **1.1. Referencias legislativas**

Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014.

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.

Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

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 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores.

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 de 24 de julio de 1889, por el que se aprueba el Código Civil.

Real Decreto 434/2024, de 30 de abril, por el que se aprueba el arancel de derechos de los profesionales de la Procura.

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio.

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

Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y por el que se deroga la Directiva 95/46/CE (Reglamento general de protección de datos).

Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas («Reglamento comunitario de concentraciones»).

Reglamento (UE) no 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la

directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.

Reglamento Delegado (UE) 2016/1052 de la Comisión de 8 de marzo de 2016 por el que se completa el reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a las condiciones aplicables a los programas de recompra y a las medidas de estabilización.

## **1.2. Referencias jurisprudenciales**

Comisión Europea. Decisión de 1 de septiembre de 2000, Clayton Dubilier & Rise/Italtel.

Comisión Europea. Comunicación de la Comisión de 8 de diciembre de 2016, sobre la dispensa del pago de multas y la reducción de su importe en casos de cártel.

Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. Comunicación 1/2023, de 13 de junio, sobre criterios para la determinación de la prohibición de contratar por falseamiento de la competencia.

Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. Resolución Expediente S/DC/0565/15 de 26 de julio de 2018, sobre licitaciones de aplicaciones informáticas.

Dirección General de los Registros y del Notariado. Resolución de 22 de julio de 2016, sobre el recurso interpuesto contra la negativa de la registradora mercantil y de bienes muebles de Jaén a inscribir una escritura de aumento de capital de una sociedad de responsabilidad limitada.

Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Sentencia de 6 de octubre de 2021, Sumal, C-882/18, EU:C:2021:800.

Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, sentencia núm. 301/2012, de 18 de mayo de 2012.

Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, sentencia núm. 1479/2017, de 15 de marzo de 2017.

Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, sentencia núm. 437/2018, de 11 de julio de 2018.

Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, sentencia núm. 125/2000, de 17 de febrero de 2000.

Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, sentencia núm. 1136/2008, de 10 de diciembre de 2008.

Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, sentencia núm. 128/2009, de 6 de marzo de 2009.

Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, sentencia núm. 131/2009, de 5 de marzo de 2009.

Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, sentencia núm. 300/2022, de 7 de abril de 2022.

## **1.3. Obras doctrinales**

Aragón Tardón, S. (2017). *Las operaciones de «Scrip dividends» de las sociedades cotizadas*. Universidad Complutense de Madrid.

Jordano de Luna, M. (Coordinador). (2021). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (3.ª ed.). La Ley.

Laguna de Paz, J.C. (2020). El principio de responsabilidad personal en las sanciones administrativas. *Revista de administración pública*.

Martínez Rosado, J. (2016). *Los pactos parasociales* (2.<sup>a</sup> ed., Vol. 1). Marcial Pons.

Paz-Ares, C. (2003). El *enforcement* de los pactos parasociales. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*.

Radovanovic, B. (2017). La impugnación de acuerdos sociales adoptados en cumplimiento de un pacto parasocial omnilateral y la relevancia de la buena fe. Comentario a la STS (Sala 1.<sup>a</sup>) de 25 febrero 2016 (RJ 2016, 635). *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*.

Sáez Lacave, M.I. (2009). Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces. *InDret Revista para el análisis del derecho*.

Tortuero Ortiz, J., & Quetglas, R. S. (2020). Últimas tendencias en materia de retribución flexible a los accionistas (scrip dividends). En *Práctica mercantil para abogados. Los casos más relevantes de 2017 de los grandes despachos*. La Ley-Wolters Kluwer.

#### 1.4. Recursos de internet

Alfaro, J. (2021). *La distribución de dividendos - Almacén de Derecho*. Almacén de Derecho. <https://almacendederecho.org/la-distribucion-de-dividendos>

Alfaro, J. (2019). *Las modificaciones estructurales y la sucesión universal como transmisión de patrimonios - Almacén de Derecho*. Almacén de Derecho. <https://almacendederecho.org/las-modificaciones-estructurales-y-la-sucesion-universal-como-transmision-de-patrimonios>

Alfaro, J. (2022). *La compraventa de empresas (iv): Patología y remedios frente al incumplimiento - Almacén de Derecho*. Almacén de Derecho. <https://almacendederecho.org/la-compraventa-de-empresas-v-patologia-y-remedios-frente-al-incumplimiento>

Álvarez, S. (2020). *La aportación de una unidad económica puede hacerse mediante un aumento de capital - Almacén de Derecho*. Almacén de Derecho. <https://almacendederecho.org/la-aportacion-una-unidad-economica-puede-hacerse-mediante-aumento-capital>

Aragón Tardón, S. (2023). La necesidad de regulación de las operaciones de scrip dividends como fórmula para satisfacer el derecho del socio a participar en las ganancias sociales en España. *CEFLegal. Revista práctica De Derecho*, (265), 5–36. <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2023.15771>

Cordón, F. (2021). *Ejecución de garantía a primer requerimiento y no exigibilidad de la obligación*. Gómez-Acebo & Pombo. <https://ga-p.com/publicaciones/ejecucion-de-garantia-a-primer-requerimiento-y-no-exigibilidad-de-la-obligacion/>

Cordón, F. (2024). Las vías procesales para la impugnación de un acuerdo social con fundamento en el incumplimiento de un pacto parasocial. Gómez-Acebo & Pombo. [Las vías procesales para la impugnación de un acuerdo social con fundamento en el incumplimiento de un pacto parasocial - Despacho de abogados Gómez-Acebo y Pombo](#)

- De Enterría, J. G. (2024). *Los programas de recompra de acciones propias: función económica\** - *Almacén de Derecho*. Almacén de Derecho. <https://almacenederecho.org/los-programas-de-recompra-de-acciones-propias-funcion-economica>
- Mesa, J.M. (s.f.) *La transmisión de rama de actividad* › *Asesoramiento Jurídico Integral* | *Mariscal & Abogados*. <https://www.mariscal-abogados.es/transmision-rama-actividad/>
- Martiniva, A. (s.f.). *Grupo de sociedades controlado por personas físicas: ser o no ser*. CMS. <https://cms.law/es/esp/publication/grupos-de-sociedades-controlados-por-personas-fisicas-ser-o-no-ser>
- Raulbofill. (2024). *La certificación de acuerdos, por parte del administrador o secretario del consejo*. BDabogados. <https://www.bdabogados.com/bd-informa/la-certificacion-de-acuerdos-por-parte-del-administrador-o-secretario-del-consejo/>
- Odriozola, M. (2019). *Antitrust Update: Monográfico sobre prohibición de contratar*. Clifford Chance. [https://www.cliffordchance.com/briefings/2019/04/antitrust\\_update\\_monografico\\_sobre\\_prohibicio.html](https://www.cliffordchance.com/briefings/2019/04/antitrust_update_monografico_sobre_prohibicio.html)