

M&A y deber de lealtad de los administradores de la sociedad *target*

Jordi Farrés Pineda
Socio de Pérez-Llorca
DEPARTAMENTO DE CORPORATE

| | |
|--|-----------|
| I. La relevancia del deber de lealtad en las operaciones de M&A | 36 |
| 1. Por qué el deber de lealtad es importante en las operaciones de M&A | 36 |
| 2. ¿Qué es el deber de lealtad?: cláusula general e imperatividad flexible y especial referencia al deber de secreto | 37 |
| 2.1. Cláusula general | 37 |
| 2.2. Imperatividad flexible y conflicto de interés estructural | 37 |
| 2.3. Especial referencia al deber de secreto: alcance | 38 |
| II. Procesos de Transmisión: deber de secreto y obligaciones procedimentales | 40 |
| 1. Deber de secreto y Procesos de Transmisión de participaciones en el capital de sociedades | 49 |
| 1.1. Deber de secreto y Procesos de Transmisión en sociedades cerradas | 41 |
| 1.2. Deber de secreto y Procesos de Transmisión en sociedades abiertas | 43 |
| 1.3. Procedimiento para el suministro de información | 44 |
| 2. Obligaciones procedimentales y Procesos de Transmisión | 45 |
| 2.1. Obligaciones procedimentales y Procesos de Transmisión de sociedades no cotizadas | 45 |
| 2.2. Obligaciones procedimentales y Procesos de Transmisión de sociedades cotizadas | 46 |
| 2.3. Obligaciones procedimentales y casos grises (en cotizadas y no cotizadas) en Procesos de Transmisión | 47 |
| III. Procesos de Des/Integración: obligaciones procedimentales y des/integración de Sociedades Vinculadas | 48 |
| IV. Impacto en los contratos | 50 |
| V. Consecuencias de la infracción del deber de lealtad | 50 |
| 1. “ <i>Business judgement rule</i> ” e infracción del deber de lealtad | 51 |
| 2. Acciones Tendentes a la Anulación | 52 |
| 3. Impugnación de acuerdos sociales en virtud del artículo 204.1 LSC | 54 |
| VI. Consideraciones finales | 55 |

Índice/



Resumen: En bastantes ocasiones, alguno de los administradores de la sociedad *target* de un proceso de M&A (de transmisión y/o des/integración que puede incluir, a su vez, acuerdos industriales) puede estar vinculado con alguna de las partes que participan en dicho proceso, o bien puede tener algún tipo de incentivo para favorecer o entorpecer la operación. Asimismo, estos administradores están sujetos al deber de lealtad con dicha sociedad *target* el cual, a su vez, pretende precisamente evitar el *tunneling*, es decir, que bajo una apariencia de licitud formal, se lleven a cabo las prácticas extractivas del valor de la sociedad. Sin embargo, el legislador ha regulado el deber de lealtad mediante un cláusula general de imperatividad flexible, que puede generar ciertas dudas sobre su interpretación y aplicación práctica. Por ello, considerando la complejidad y repercusiones de los procesos de M&A, tiene sentido analizar el impacto del deber de lealtad de los administradores de la *target* en estos procesos de M&A teniendo en cuenta, además, que las consecuencias de su infracción pueden incluir, junto con el correspondiente régimen de responsabilidad de administradores, acciones tendentes a la anulación de actos y contratos y acciones de impugnación de acuerdos sociales.

Abstract: On a number of occasions, some of the directors of the target company in an M&A process (transmission and/or dis/integration, which may in turn include industrial agreements) may be linked to some of the parties involved in such process, or may have some kind of incentive to favour or hinder the transaction. Furthermore, these directors are subject to a duty of loyalty to this target company which, in turn, is seeking to avoid tunneling, i.e. that under the guise of formal lawfulness, practices are carried out to extract value from the company. However, the legislature has regulated the duty of loyalty by means of a general clause whose binding nature is flexible, which could raise certain doubts about its interpretation and the practical application. Therefore, considering the complexity and the impact of M&A processes, it makes sense to analyse the impact of the duty of loyalty of the directors of the target thereof, taking into account, in addition, that the consequences of an infringement may include, together with the corresponding director liability regime, actions aimed at the annulment of acts and contracts, and actions to challenge corporate resolutions.



Palabras clave: Procesos de M&A, administradores de la sociedad *target*, deber de lealtad, *tunneling*, cláusulas generales, imperatividad flexible, deber de secreto, conflictos de interés, interés social, responsabilidad de administradores, acciones tendentes a la anulación, impugnación de acuerdos sociales, socios externos.

Keywords: M&A processes, directors of the target company, duty of loyalty, tunneling, general clauses, flexibly binding, duty of secrecy, conflicts of interest, social interest, director liability, actions aimed at annulment, challenging corporate resolutions, external partners.

M&A y deber de lealtad de los administradores de la sociedad *target*

I. La relevancia del deber de lealtad en las operaciones de M&A

1. Por qué el deber de lealtad es importante en las operaciones de M&A

Es frecuente en los procesos de M&A que alguno de los administradores de la sociedad *target* tenga algún vínculo con algún socio que participe en la operación, o el tercero adquirente (es decir, en ambos casos, que sea su *dominus*), o bien pueda gozar de algún tipo de incentivo para favorecer o perjudicar la operación en cuestión, más allá del propio interés de la sociedad *target*.

Por otro lado, la actual regulación del deber de lealtad prevista en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital ("**LSC**") pretende, precisamente, evitar que bajo una apariencia de licitud formal, se lleven a cabo las prácticas extractivas del valor de la sociedad (*tunneling*) ya que la tradicional regulación del derecho de sociedades se ha mostrado insuficientemente efectiva para impedirlo¹.

Por tanto, es razonable pensar que en las operaciones de M&A, en la medida que existan potenciales vínculos o incentivos de los administradores de la *target*, existirá el riesgo de que estos lleven a cabo prácticas en virtud las cuales, en última instancia, ellos o sus correspondientes *dominus* puedan apropiarse de beneficios que corresponden a la sociedad *target* o al conjunto de sus socios, o bien impidan que la sociedad *target* o el resto de socios accedan a estos beneficios.

A la luz de lo anterior, tiene sentido analizar el deber de lealtad de los administradores de la *target* en las operaciones de M&A y, en particular, las siguientes tres cuestiones que se desarrollarán detenidamente más adelante:

- (i) el deber de secreto y las obligaciones procedimentales (tal y como las definimos en el apartado I.2) de los administradores de la *target* en los procesos de transmisión de una participación en el capital social de una sociedad en los que, además, el socio vendedor o el potencial comprador es administrador de la sociedad *target* o está vinculado con uno o varios de sus administradores ("**Procesos de Transmisión**");
- (ii) las obligaciones procedimentales (tal y como las definimos en el apartado I.2) de los administradores de la *target* en los procesos de integración o desintegración de varias sociedades en las que, al menos, uno de sus socios tiene la condición de socio en ambas sociedades y/o es administrador de alguna de estas o está vinculado con uno o con varios de sus administradores ("**Procesos de Des/Integración**") y ("**Sociedades Vinculadas**"); y

¹ En la misma línea, también la Directiva 2017/828 –que modifica la Directiva 2007/36– (relativa a la implicación a largo plazo de accionistas de sociedades cotizadas), menciona en su Fundamento 42 que persigue, entre otros objetivos, evitar el *tunneling* o, dicho de otro modo, evitar a "la parte vinculada la posibilidad de apropiarse de valor perteneciente a la sociedad" y que "existan salvaguardias adecuadas para la protección de los intereses de las sociedades y los accionistas".

- (iii) el impacto que las obligaciones procedimentales (del administrador-socio o del administrador vinculado a un socio / *dominus*) pueda tener en los acuerdos intragrupo o acuerdos industriales (suscritos por los socios de la sociedad *target* y la propia sociedad) que se suscribirán simultáneamente y/o después de la correspondiente operación o que, a resultas de la misma, se modificarán o extinguirán ("**Contratos Vinculados**") e ("**Impacto en los Contratos**").

2. ¿Qué es el deber de lealtad?: cláusula general e imperatividad flexible y especial referencia al deber de secreto

2.1. Cláusula general

Los artículos 228 y 229 LSC regulan el deber de lealtad de los administradores mediante una cláusula general. Es decir, no incluyen una definición precisa sobre qué debe entenderse por una actuación "leal" sino que, simplemente, establecen la obligación de los administradores de actuar lealmente, así como las consecuencias del incumplimiento de tal obligación.

Además, la LSC incluye una relación de obligaciones (o normas imperativas) en las que se concreta esa actuación leal y, asimismo, desarrolla especialmente una de esas obligaciones: el deber de evitar situaciones de conflicto de interés.

Esta relación de obligaciones puede agruparse en tres categorías:

- (i) el deber de secreto (artículo 228.b) LSC);
- (ii) las que podrían denominarse obligaciones procedimentales: el deber de abstención en caso de conflicto de intereses (artículo 228.c) LSC), junto con el deber de adoptar las medidas necesarias para evitar incurrir en situaciones de conflicto de interés (artículos 228.e) y 229 LSC); y
- (iii) las que podrían denominarse obligaciones finalistas: no ejercitar sus facultades para fines distintos de aquellos para los que han sido concedidas (artículo 228.a) LSC) y desempeñar sus funciones bajo el principio de responsabilidad personal, con libertad de criterio e independencia respecto de instrucciones y vinculaciones de terceros (artículo 228.d) LSC).

2.2. Imperatividad flexible y conflicto de interés estructural

Por un lado, el artículo 230 LSC dota de cierta flexibilidad a las obligaciones (normas imperativas) en las que se materializa el deber de lealtad, estableciendo una serie de supuestos en los que es posible la dispensa por la sociedad al

cumplimiento de las mismas (artículo 230 LSC). Por ello, se entiende que la imperatividad del deber de lealtad es flexible.

2 Nótese que esta noción de secretos empresariales, encaja con la prevista en la Ley 1/2019, de 20 de enero, de Secretos Empresariales.

3 La sentencia del Tribunal Supremo 68/2017 de 2 de febrero, establece que la regla del 190 LSC solo aplica en el denominado "conflicto directo": "(...) el artículo 190 TRLSC únicamente prohíbe el derecho de voto, al igual que hacía el artículo 52 LSRL, al socio afectado, pero no extiende dicha interdicción a las personas vinculadas".

4 Dicho artículo establecía:
"1. Los administradores, aun después de cesar en sus funciones, deberán guardar secreto de las informaciones de carácter confidencial, estando obligados a guardar reserva de las informaciones, datos, informes o antecedentes que conozcan como consecuencia del ejercicio del cargo, sin que las mismas puedan ser comunicadas a terceros o ser objeto de divulgación cuando pudiera tener consecuencias perjudiciales para el interés social.
2. Se exceptúan del deber a que se refiere el apartado anterior los supuestos en que las leyes permitan su comunicación o divulgación a tercero o que, en su caso, sean requeridos o hayan de remitir a las respectivas autoridades de supervisión, en cuyo caso la cesión de información deberá ajustarse a lo dispuesto por las leyes.
3. Cuando el administrador sea persona jurídica, el "deber de secreto" recaerá sobre el representante de ésta, sin perjuicio del cumplimiento de la obligación que tengan de informar a aquella".

Sin embargo, hay que matizar que la dispensa incluida en artículo 230 LSC se refiere solo parcialmente al deber de secreto (artículo 230.2 LSC, en relación con su artículo 229.1.c) *fine*) ya que, como ha venido apuntando la doctrina, a la vista de la redacción del artículo 229.1.c) LSC, el deber de secreto susceptible de dispensa es más reducido que el deber de secreto comprendido en el artículo 228.b) LSC. Y ello porque el artículo 229.1.c) se refiere únicamente a los secretos como un subtipo de activos sociales, es decir, secretos con un valor patrimonial o secretos empresariales: esto es, información confidencial, sobre la que se han adoptado medidas razonables para protegerla y que cuentan con un valor comercial².

Por otro lado, además, la LSC incluye en su artículo 190 una regla que permite gestionar, entre otros, el conflicto de intereses que puede surgir al acordar la dispensa referida más arriba: esto es, el caso en el que el socio que (también) es administrador pretende votar en la junta general el acuerdo de dispensa (a sí mismo) de las obligaciones derivadas del deber de lealtad, mediante el mecanismo previsto en el artículo 230 LSC.

Esta regla puede sintetizarse en que (i) el socio-administrador no podrá votar en la junta general, entre otros puntos, el acuerdo por el que se le dispense (a sí mismo) de las obligaciones derivadas del deber de lealtad y (ii) que respecto a cualesquiera otros conflictos de intereses, si bien podrá votar la dispensa, la sociedad o el socio conflictuado deberán asumir la carga de la prueba de la conformidad con el interés social del acto o contrato en cuestión, si su voto fue decisivo para la adopción del acuerdo.

Cabe puntualizar que, según el criterio del Tribunal Supremo³, será de aplicación la restricción prevista en el apartado (i) del párrafo anterior solo si la misma persona física o jurídica administradora es también socio. Es decir, dicha restricción a la dispensa del socio a sí mismo no aplicará en los casos de conflicto indirecto, esto es, cuando el conflicto afecta a administradores designados por el socio y/o consejeros dominicales vinculados al socio designante o *dominus* pero distintos a este, aunque en estos supuestos sí operará la inversión de la carga de la prueba de la conformidad del acto o contrato con el interés social.

2.3. Especial referencia al deber de secreto: alcance

Finalmente, antes de entrar a analizar el impacto práctico del deber de lealtad en los procesos de M&A y, en particular, en los Procesos de Transmisión, de Des/Integración y en los Contratos Vinculados, cabe hacer algunas precisiones en relación con el deber de secreto, cuya definición y precisión, tal y como se verá más adelante, es especialmente relevante.

La LSC regula el deber de secreto en los artículos 228.b) y 229.c) (cuya redacción sustituye la del antiguo artículo 232 LSC⁴) estableciendo que, por un lado, cualquier administrador deberá “guardar secreto sobre las informaciones, datos, informes o antecedentes a los que haya tenido acceso en el desempeño de su cargo, incluso cuando haya cesado en él, salvo en los casos en que la ley lo permita o requiera” y, asimismo, por otro lado, deberá abstenerse de “hacer uso de los activos sociales, incluida la información confidencial de la compañía, con fines privados”.

Como hemos adelantado en el apartado I.2.2 anterior, el deber de secreto de los administradores previsto en la LSC va más allá de los denominados secretos empresariales. Como ha dicho la doctrina, el deber de secreto alcanza, en principio, a las propias deliberaciones de los consejeros (aunque, por ejemplo, como dicta la sentencia del Tribunal Supremo de 4 de octubre de 2011, “no puede afirmarse sin más de la totalidad de los acuerdos del consejo (...)”, a la información privilegiada en el sentido del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (“**LMV**”) e incluso otras informaciones que, aunque no tengan valor en sí mismas, en caso de ser conocidas por un tercero podrían ser perjudiciales para la sociedad.

Es decir, el administrador (aun tratándose de un consejero dominical) deberá guardar secreto como regla general y no suministrará información a terceros ni a los socios⁵. En cualquier caso, sí deberá aportar información a los socios en la medida que ello sea consistente con el derecho de información y el interés social. Por otro lado, respecto al suministro de información a terceros, el administrador deberá valorar las circunstancias y el contexto del proceso de M&A para que dicho suministro de información sea, en cualquier caso, también congruente con el interés social⁶.

Nótese que, aunque esta referencia al interés social no esté literalmente prevista en los actuales artículos 228.b) y 229.c) LSC, otra interpretación no tendría justificación ya que⁷:

- (i) la salvedad referida más arriba estaba expresamente prevista en el antiguo artículo 232 LSC, que fue sustituido por los actuales artículos 228.b) y 229.c) mediante la Ley 31/2014, la cual a su vez no pretendía modificar sino solamente proporcionar una “tipificación más precisa de los deberes de diligencia y lealtad”, de acuerdo con el apartado V de su exposición de motivos; y
- (ii) el actual artículo 228.b LSC expresamente exceptiona el deber secreto a los administradores “en los casos en que la ley lo permita o requiera”.

Por tanto, el suministro de información estará permitido si es congruente con el interés social ya que (i) la LSC permite y requiere a los administradores que actúen de acuerdo con el interés social (por ejemplo, en su artículo 227.1) y, además, (ii) en ese caso el objetivo de dicho suministro de información coincidirá con

5 En este sentido, respecto al suministro de información a un socio, por un lado, se ha venido entendiendo que el derecho del socio a transmitir su participación (o más bien, a que haya límites a las restricciones a dicha transmisión) no puede interpretarse de forma que su interés particular (en vender su participación) prevalezca sobre el interés social de la sociedad. Asimismo, por otro lado, se ha venido entendiendo que la información a la que pueden acceder los socios es limitada y se trata de aquella vinculada a la adopción de acuerdos vinculados a la junta general y que, a su vez, cualquier trato diferenciado debe ser (i) congruente con el interés social, (ii) idóneo para el objetivo que se persigue, (iii) necesario para su objeto y (iv) proporcionado.

6 Cabe recordar de acuerdo con lo dispuesto, por ejemplo, en la Sentencia del Tribunal Supremo de 5151/2015, de 11 de diciembre de 2015, que el interés social debe ser el de la propia sociedad y no el del grupo al que esta pueda pertenecer (especialmente si hay socios externos).

7 De acuerdo con, entre otras, la Sentencia del Tribunal Supremo de 26 de febrero de 2018, deben tenerse en cuenta los antecedentes históricos y legislativos para interpretar las normas y su finalidad.

la finalidad del deber de secreto, que es una manifestación del deber de lealtad y, por tanto, precisamente persigue que los administradores actúen de acuerdo con el interés social (lo que también comprende evitar el *tunneling*).

II. Procesos de Transmisión: deber de secreto y obligaciones procedimentales

1. Deber de secreto y Procesos de Transmisión de participaciones en el capital de sociedades

La práctica totalidad de los procesos ordenados de M&A implican que, durante la fase inicial del mismo, se lleve a cabo el denominado proceso de *due diligence*. Es decir, que se lleve a cabo un proceso en virtud del cual, el potencial adquirente realiza una revisión de la situación de la *target* con el objeto de conocer, más allá del mero objeto formal, el objeto material de la transacción.

El contenido de dicha revisión y el alcance de la información a la que pretende acceder el potencial adquirente puede variar según cada caso pero, en la práctica, la gran mayoría de potenciales adquirentes pretende tener un conocimiento de la sociedad *target* que va más allá de la información de acceso público o aquella información a la que podría tener acceso por su condición de socio de la sociedad *target*. En otras palabras, es muy probable que el potencial adquirente pretenda acceder a información que está bajo el control de los administradores de la sociedad *target*.

Por tanto, es lógico pensar que será especialmente relevante analizar el impacto que el deber de lealtad y, en particular, del deber de secreto de los administradores de la *target* tienen en los Procesos de Transmisión a los que se refiere este documento, es decir, aquellos procesos de transmisión de una participación en el capital social de una sociedad en los que, además, el socio vendedor sea administrador de la sociedad *target* o bien este o el tercer adquirente estén vinculados con uno o varios de sus administradores.

Finalmente, cabe señalar que para llevar a cabo dicho análisis, será necesario también tener en cuenta si la sociedad *target* es, de acuerdo con el apartado IV de la exposición de motivos de la LSC, (i) una sociedad cerrada, esto es, aquella "(...) cuyos estatutos contienen cláusulas limitativas de la libre transmisibilidad de las acciones (...)", o sea, sociedades de responsabilidad limitada y la mayor parte de las sociedades anónimas, o bien, por el contrario, (ii) una sociedad abierta, esto es, que no cuenta con tal restricción, es decir, en la práctica, las sociedades cotizadas.

1.1. Deber de secreto y Procesos de Transmisión en sociedades cerradas

(i) Regla general: adecuación al interés social

La posibilidad de que los administradores de la sociedad *target* puedan suministrar información a potenciales adquirentes durante la fase de *due diligence* (sin contar con la aprobación expresa de los socios) dependerá, como regla general, de en qué medida dicho suministro de información sea congruente con el interés social.

Lógicamente, este análisis será especialmente relevante en los Procesos de Transmisión a los que nos referimos, ya que en estos pueden participar administradores de la sociedad *target* vinculados con uno o varios participantes en la operación y, por tanto, es más probable que dicha adecuación del suministro de información al interés social pueda verse cuestionada.

En este contexto, tiene sentido plantear algunos principios o guidelines que pueden ayudar, ante un caso concreto, a determinar si es probable que el suministro de información sea congruente con el interés social:

- a. Por un lado, es lógico pensar que, tanto desde la perspectiva de la “teoría contractualista” como desde la perspectiva de la “teoría institucionalista”, la adecuación del suministro de información con el interés social dependerá de en qué medida este se enmarque en el contexto de un proceso de M&A que pueda implicar una práctica extractiva del valor de la *target*.

Dicho con otras palabras, la adecuación con el interés social dependerá de en qué medida el suministro de información es, a su vez, instrumental de un Proceso de Transmisión que previsiblemente puede mermar el valor real de la *target* o favorecer a determinados socios, los que participen en el proceso de venta, en perjuicio de otros.

En este sentido, aunque la LSC no define qué puede entenderse por el “valor real” de la *target*, sin embargo, pueden encontrarse referencias que ayudan a esbozarlo en otras disposiciones como, por ejemplo, la resolución de 7 de octubre de 2010 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se publica la Norma Técnica de Auditoría sobre el valor razonable.

De acuerdo con lo previsto en dicha resolución⁸, es apropiado pensar que un Proceso de Transmisión (y el correspondiente suministro de información) será congruente con el interés social de la sociedad *target* si como resultado de este, el valor razonable

8 La Resolución del ICAC distingue entre 2 tipos de escenarios: aquellos en los que es posible llevar a cabo una comparativa entre operaciones similares y aquellos escenarios en los que ello no es posible (porque no existe un mercado público que lo permita o porque se dan elementos que han distorsionado dicho mercado) para, a su vez, establecer unas reglas o parámetros para determinar el valor razonable. En este sentido, la Resolución del ICAC establece parámetros o reglas vinculados a la situación de la empresa (o conjunto de activos y pasivos) objeto de valoración, es decir, tratan cuestiones reflejadas o susceptibles de ser reflejadas en las cuentas anuales teniendo en cuenta los planes de la dirección.

de la *target* o de sus activos y pasivos valorados de acuerdo con lo previsto en dicha resolución, no se prevé que se pueda ver reducido.

- b. Por otro lado, también es razonable pensar que existe una lógica o principios reflejados en, entre otros, la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas ("**Directiva 2017/828**")⁹ en virtud de los cuales, para que pueda considerarse que un Proceso de Transmisión (y el correspondiente suministro de información) es congruente con el interés social de la sociedad *target*, previsiblemente deberá contribuir a una mejora o refuerzo del proyecto industrial de la *target* o, en otras palabras, tratarse de una "inversión productiva en el largo plazo que contribuiría a mejorar la sostenibilidad y rentabilidad futura de las sociedades cotizadas".

9 Ver notas 18 y 20 relativas a la Directiva 2017/828.

10 En este sentido, vid. Tombari, Umberto, "*Problemi in tema di alienazioni della partecipazione azionaria e attività di due diligence*", Banca e Borsa – Parte I - 2008.

11 Nótese que, ante un escenario de Oposición Expresa a la Operación, la operación se habrá frustrado y el suministro de información ya no será necesario.

12 En este caso, es probable que (i) comprador y vendedor tengan el mismo nivel de conocimiento de la sociedad y no sea necesario un proceso de *due diligence* adicional / exhaustivo, o bien (ii) que el comprador esté vinculado con uno o varios administradores de la sociedad *target* y no pueda exigir al vendedor *de facto* tener un "conocimiento" de esta mayor del que ya dispone, o bien (iii) que entre comprador y vendedor controlen la mayoría del capital social y puedan impulsar cualquier acuerdo societario necesario para autorizar el suministro de información (sin perjuicio de lo referido más adelante en relación con lo previsto en el artículo 204 LSC).

Todo lo anterior, lógicamente, debe entenderse sobre la base de que en ningún caso el suministro de información se pueda producir de forma que el potencial adquirente y/o receptor de la información reciba información específica sobre potenciales contenciosos o conflictos que este pueda tener directamente con la sociedad *target*¹⁰.

(ii) Deber de secreto y Procesos de Transmisión en sociedades cerradas

Como complemento a lo previsto en el apartado anterior, cabe recordar que, por definición, la transmisión de una participación de una sociedad cerrada implica que se deba seguir un procedimiento que los socios han acordado a tal efecto (en estatutos sociales y pactos de socios). En virtud de este procedimiento, es posible que:

- a. se haya concedido la facultad de autorizar la operación a la junta general de la sociedad *target* o se le haya concedido un derecho de adquisición preferente a la sociedad (o a sus socios); o bien
- b. que se prevean derechos de arrastre, acompañamiento u otras modalidades de lo que se podría llamar como derechos de consolidación de posiciones.

En consecuencia, si se sigue el correspondiente procedimiento previsto, existirán dos escenarios posibles:

- a. que la junta general frustre la operación de venta (si cuenta con la facultad de autorizarla) o la sociedad o los socios no impulsores de la venta ejerzan sus derechos de adquisición preferente (si cuentan con tal derecho) ("**Oposición Expresa a la Operación**"); o bien

- b. que ni la junta general ni los socios no impulsores frustren la operación (porque conceden su autorización, no ejercen el derecho de adquisición preferente o no ejercen sus derechos de consolidación de posiciones) o incluso los socios no impulsores participen en esta transmitiendo conjuntamente (de forma consensuada o en virtud de derechos de consolidación de posiciones) todo o parte de su participación ("**No Oposición Expresa a la Operación**").

Por tanto, es lógico pensar que si se ha seguido el correspondiente procedimiento de transmisión y se está ante un escenario de No Oposición Expresa a la Operación¹¹, la sociedad *target* o sus socios podrían justificar que se permitiera el suministro de información al potencial comprador por no ser contrario al interés social (a resultas del suministro de dicha información) ya que:

- (i) es probable que dicho suministro de información no sea necesario o no sea un obstáculo porque el adquirente será otro/s socio/s de la *target*¹², siempre que se respete el principio de igualdad de trato; o bien
- (ii) se podría entender que habrán autorizado tácitamente el suministro de la información (a) los socios no impulsores de la operación que se beneficien de esta al ser arrastrados o al acompañar la venta (en virtud de derechos de consolidación de posiciones), o (b) los socios que hayan renunciado al ejercicio de cualquier derecho de adquisición preferente o de consolidación de posiciones;^{13 14} o bien
- (iii) finalmente, habrán autorizado la operación expresamente.

1.2. Deber de secreto y Procesos de Transmisión en sociedades abiertas

Es lógico entender que las obligaciones de información derivadas de la normativa de mercado de capitales¹⁵ (la obligación de comunicar información privilegiada y otra información relevante prevista en los artículos 226 y 227 LMV y concordantes, y la obligación de difusión pública de información privilegiada del artículo 17 RAM) afectan al deber de secreto previsto en la LSC (sin perjuicio de que el deber de secreto ampare el retraso en la publicación de información en determinados casos), por la propia habilitación expresa del artículo 228.b) de la LSC (siendo los artículos 226 y 227 LMV y el artículo 17 RAM los supuestos "expresamente previstos por la ley" que exige el artículo 228.b) de la LSC para exceptuar la aplicación del deber de secreto)¹⁶.

13 Nótese que además de la notificación de la oferta de adquisición a la sociedad *target* (en virtud del artículo 107 LSC o lo que dispongan los estatutos sociales), el resto de socios suelen tener acceso a la oferta no vinculante remitida por el tercero la cual, en la práctica totalidad de los casos, está sujeta al correspondiente ejercicio de *due diligence*. Por tanto, los socios no impulsores conociendo y aceptando y, en su caso, beneficiándose de la venta al tercero, estarán aceptando el proceso de *due diligence* el cual, a su vez, estaría dentro del deber de secreto susceptible de dispensa del artículo 230.2 LSC (en relación con el artículo 229.1.c) LSC).

14 Piénsese que otra interpretación implicaría como resultado que, a pesar de haber cumplido el procedimiento acordado por los socios en los estatutos, se podría frustrar la transmisión mediante la negativa a un ejercicio de *due diligence* que cualquier operador razonable reconoce como imprescindible.

15 Nos referimos, principalmente, a las siguientes 3 normas: la LMV, el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio relativo al régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el "**RD de opas**") y el Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (el "**RAM**"), junto con su normativa de desarrollo.

16 Además, difícilmente podría argumentarse que la transparencia requerida por los artículos 226 y 227 LMV y el artículo 17 del RAM es incompatible con la finalidad perseguida por el deber de secreto (esto es, evitar el *tunneling*) ya que la propia Directiva 2017/828 UE - que modifica la Directiva 2007/36 - (relativa a la implicación a largo plazo de accionistas de sociedades cotizadas) en su Fundamento 42 dice expresamente que persigue, entre otros objetivos, evitar el *tunneling* o, dicho de otro modo, evitar a "la parte vinculada la posibilidad de apropiarse de valor perteneciente a la sociedad" y que "existan salvaguardias adecuadas para la protección de los intereses de las sociedades y los accionistas".

Es decir, que esta Directiva que prevé un estricto régimen de publicidad en relación con operaciones con entidades vinculadas, también persigue evitar el *tunneling*. Por tanto, difícilmente podrá argumentarse que los mecanismos de transparencia y suministro de información previstos en los artículos 226 y 227 LMV y 17 del RAM son contradictorios con las finalidades perseguidas por el deber de lealtad (evitar el *tunneling*).

Es decir, el punto de partida para analizar el impacto del deber de secreto en Procesos de Transmisión de sociedades abiertas es radicalmente distinto al de las sociedades cerradas ya que, de hecho, los administradores de las sociedades cotizadas están obligados a hacer pública toda aquella información que sea relevante o privilegiada (salvo por lo previsto en el artículo 17.4 del RAM).

Asimismo, también hay que tener en cuenta que, de acuerdo con la lógica de lo dispuesto en el RAM¹⁷, si el suministro de información sobre una sociedad *target* cotizada incluyera información privilegiada, el potencial comprador no podría ejecutar la operación hasta que esa información dejara de ser privilegiada. Es decir, en otras palabras, el suministro de información privilegiada bloquearía cualquier potencial operación sobre la adquisición de acciones de la *target*.

Por otro lado, sobre la información confidencial no pública y no privilegiada cabe mencionar que, precisamente las *guidelines* o principios referidos en el apartado II.1.1 precedente que se derivan, entre otros, de lo previsto en la Directiva 2017/828¹⁸, también se reflejan en relación con las sociedades cotizadas en el Anteproyecto de Ley por la que se modifica la LSC y otras normas financieras para adaptarlas a la Directiva 2017/828¹⁹, que establece que una operación será congruente con el interés social (y por tanto la excepción al deber de secreto tendrá sentido) si se trata de “una inversión productiva en el largo plazo que contribuirá a mejorar la sostenibilidad y rentabilidad futura de las sociedades cotizadas²⁰”.

1.3. Procedimiento para el suministro de información

Finalmente, tiene sentido hacer referencia a cómo deberán (en su caso) suministrar la correspondiente información los administradores de la *target* para no infringir el deber de secreto, especialmente en el caso que nos ocupa, en el que los administradores de la *target* pueden tener algún tipo de vínculo con los partícipes en la operación.

En primer lugar, en buena lógica, para que el suministro de información sea congruente con el interés social, su destinatario deberá ser el potencial inversor (sea ya socio de la *target* o no). Es decir, el receptor de la información deberá ser el potencial comprador (y/o quien asuma la ampliación de capital y/o conceda el instrumento de deuda). La recepción de la información por el socio vendedor requerirá una autorización del resto de socios para ello.

20 Por ejemplo, en el apartado I de su exposición de motivos establece “(...) Al centrarse fundamentalmente en maximizar los resultados financieros en el corto o muy corto plazo, las sociedades cotizadas adoptan en numerosas ocasiones estrategias corporativas que solo persiguen revalorizar sus acciones lo antes posible. Este tipo de estrategias y medidas, como por ejemplo algunos programas de recompra de acciones o reestructuraciones societarias, **generan beneficios financieros efímeros, que sin embargo pueden hipotecar el futuro sostenible de la sociedad cotizada** y de sus accionistas, trabajadores, acreedores y clientes, perjudicando la sostenibilidad de la empresa. Ciertamente, aquellas sociedades cotizadas con una base accionarial orientada mayoritariamente al rendimiento en el corto plazo, se ve incentivada a detraer recursos para **la inversión productiva en el largo plazo que contribuirán a mejorar la sostenibilidad y rentabilidad futura de las sociedades cotizadas** (...)”.

(énfasis añadido)

17 Por ejemplo, en su Fundamento 36, respecto al suministro de información en el contexto de prospecciones de mercado, el RAM establece “(...) Los inversores potenciales que son objeto de una prospección de mercado deben considerar, por su parte, si la información que se les ha comunicado equivale a información privilegiada, lo que les impediría negociar basándose en ella o revelarla, a su vez. Los inversores potenciales siguen sujetos a las normas relativas a las operaciones con información privilegiada y la comunicación ilícita de la misma, como dispone el presente Reglamento (...)”.

18 Por ejemplo, en su Fundamento 15 establece “(...) a menudo los mercados de capitales ejercen presión sobre las sociedades para que obtengan resultados a corto plazo, lo que puede poner en riesgo el rendimiento financiero y no financiero de las sociedades y conducir, entre otras consecuencias negativas, a un nivel de inversión que diste de ser óptimo, por ejemplo, en investigación y desarrollo, en detrimento del rendimiento a largo plazo tanto de las sociedades como de los inversores (...)”.

19 http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_TES_190524_AP_APL_fomento_implicacion_largo_accionistas.pdf

Por otro lado, de acuerdo con la lógica general del deber de diligencia de cualquier administrador (y de acuerdo con la lógica de las normas de protección del mercado del RAM²¹ o el RD de opas)²², el suministro de la información deberá ir acompañado de la suscripción del correspondiente acuerdo de confidencialidad o NDA (*Non Disclosure Agreement*), pues la propia negociación de la operación constituye en sí misma información privilegiada. Y todo ello sin olvidar que, en caso de que la sociedad *target* sea una sociedad cotizada y el suministro de información incluya “información privilegiada”, de acuerdo con lo previsto en el RAM, por ejemplo, en su Fundamento (36), será necesario igualmente suscribir el correspondiente acuerdo de *standstill*.

2. Obligaciones procedimentales y Procesos de Transmisión

Como es bien sabido, es posible que los administradores de la sociedad *target* puedan participar en mayor o menor medida, dependiendo del tipo de operación, en algún momento durante la gestación o la ejecución de operaciones de transmisión de participaciones en el capital social de sociedades.

Esta intervención, además del suministro de información (en la fase de *due diligence*) al que nos hemos referido anteriormente, puede incluir también la intervención y la participación en el propio Proceso de Transmisión (por ejemplo, en sociedades cotizadas, en caso de presentarse una oferta pública de adquisición), o bien la intervención en una constelación de casos grises en los que, si bien la intervención de los administradores de la *target* no tiene porqué ser dentro del propio Proceso de Transmisión, pueden influir en el mismo.

Teniendo en cuenta el tipo de Procesos de Transmisión a los que nos referimos, es decir, aquellos en los que el socio vendedor o el potencial comprador es administrador de la sociedad *target* o está vinculado con uno o varios de sus administradores, tiene sentido plantearse en qué medida la participación de los administradores de la *target* puede colisionar con su deber de lealtad y, en particular, las denominadas Obligaciones Procedimentales (esto es, el deber de abstención en caso de conflicto de intereses previsto en el artículo 228.c) LSC, junto con el deber de adoptar las medidas necesarias para evitar incurrir en situaciones de conflicto de interés previsto en el artículo 228.e) y el artículo 229 LSC).

2.1. Obligaciones procedimentales y Procesos de Transmisión de sociedades no cotizadas

Es razonable asumir que el impacto de las obligaciones procedimentales en los administradores de la sociedad *target* en Procesos de Transmisión es menor si esta no es una sociedad cotizada, dado que la legislación no requiere que estos participen de manera intensa en dichos procesos de M&A, salvo por lo que refiere al suministro de información en la fase de *due diligence* (que se ha tratado en el apartado II.1 relativo al deber de secreto) o al cumplimiento de sus obligaciones

21 Por ejemplo, en el contexto de las prospecciones de mercado, el RAM establece en su Fundamento 35 “(...) que deben adoptarse medidas razonables para proteger continuamente la confidencialidad de la información (...)” y, por otro lado, en su artículo 11.5.d) “(...) el participante del mercado que comunica información deberá, previamente a la comunicación de información (...) informar a la persona receptora de la prospección de mercado de que al aceptar la recepción de la información se obliga a mantener su confidencialidad (...)”.

22 Por ejemplo, en el contexto de la igualdad informativa entre opas competidoras, establece en su artículo 46.3 “(...) La sociedad condicionará la entrega de información a que el destinatario garantice la debida confidencialidad de la misma; a su empleo al exclusivo fin de formular una oferta pública de adquisición y a que la información sea necesaria para la formulación de la oferta (...)”.

formales dentro del Proceso de Transmisión (recepción de ofertas e información a socios, etc.). No obstante, en las operaciones en las que sean determinados administradores los que presenten la oferta de compra (*management buy-out*) se deberán extremar las cautelas en la observancia del deber de lealtad y en el deber de abstención de los administradores afectados.

2.2. Obligaciones procedimentales y Procesos de Transmisión de sociedades cotizadas

A pesar del deber de pasividad de la sociedad *target* que prevé la normativa específica reguladora del M&A de sociedades cotizadas y, en concreto, el artículo 28 RD de opas, esta normativa incluye escenarios en los que se prevé la actuación de los administradores de la sociedad *target* en un Proceso de Transmisión que, por sí misma, podría colisionar con las obligaciones procedimentales que derivan del deber de lealtad. Por ejemplo:

- (i) el informe sobre la opa que deberán formular los administradores de la sociedad *target* previsto en el artículo 24.1 RD de opas;
- (ii) el informe sobre la neutralización de defensas sobre la opa previsto en el artículo 29 RD de opas;
- (iii) la solicitud de dispensa de opa prevista en artículo 8.d) RD de opas, en caso de adquisiciones u otras operaciones que traigan causa en la conversión o capitalización de créditos, si la viabilidad financiera de la sociedad *target* está en peligro; y
- (iv) la aprobación (y negociación) de *break-up fees* prevista en el artículo 42.4 RD de opas.

Si bien tradicionalmente los administradores han venido absteniéndose ante potenciales conflictos de intereses²³, por otro lado puede concluirse razonablemente que las normas relativas a sociedades cotizadas que regulan las opas²⁴ ofrecen instrumentos que permiten resolver la mayoría de escenarios en Procesos de Transmisión de cotizadas en que se pueden traer a colación las obligaciones procedimentales.

En este sentido, es lógico concluir que si bien puede existir un conflicto normativo²⁵ entre lo dispuesto en los artículos 24.1, 29 y 8.d) del RD de opas y el artículo 228.c) LSC, este podría resolverse de acuerdo con lo siguiente:

- (i) en cuanto al conflicto de la LSC con lo dispuesto en los artículos 24.1 y 29 RD de opas, habrá que tener en cuenta los mecanismos específicos que se prevén en el RD de opas.

23 Por ejemplo, en la opa lanzada sobre Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. por Control Empresarial de Capitales, S.A.; en la opa lanzada sobre Realia Business, S.A. por Inversora Carso, S.A. de C.V.; en la opa lanzada sobre Vueling por Veloz HoldCo, S.L.U.; en la opa lanzada sobre Dogi International, S.A. por Businessgate, S.L.U.; etc.

24 Nótese que en las operaciones de colocación de grandes paquetes accionariales, parece difícil que los administradores de la *target* puedan incurrir en un conflicto de intereses ya que no se requiere su participación en el procedimiento, salvo que el adquirente pretenda llevar a cabo un proceso de *due diligence* de la compañía *target* (lo cual se trata en el apartado relativo al deber de secreto).

25 Es razonable plantearse en qué medida puede existir un conflicto entre lo previsto en los artículos 24.1, 29 y 8.d) RD de opas y el artículo 228.c) LSC, ya que (i) aquellos prevén la participación de los administradores de la *target* aun existiendo un potencial conflicto de interés y, por otro lado, (ii) según la LSC los administradores de la *target* deberían abstenerse de participar en cualquier acuerdo en el que puedan tener un conflicto de intereses.

Es decir, cada uno de estos artículos del RD de opas (que es una norma con rango de Reglamento) traen causa o están habilitados por la LMV (en concreto, los artículos 134.4 y 135.6 respectivamente) y, por tanto, pueden interpretarse en el sentido de que:

- (a) la finalidad última que persigue la LSC es, además de regular y proteger las relaciones entre los socios y de estos con la Sociedad, evitar prácticas extractivas o *tunneling* de administradores o socios; y
 - (b) la intervención de los administradores en una opa prevista en los artículos 24.1 y 29 RD de opas ya incluye mecanismos que protegen a los socios de la sociedad de dichas prácticas extractivas al incluir instrumentos para gestionar potenciales conflictos de interés (requiriendo la indicación de la existencia de cualquier conflicto – artículo 24.1– o la indicación del sentido del voto de cada administrador – artículo 29–); y
- (ii) por otro lado, en cuanto al conflicto entre la LSC y lo dispuesto en el artículo 8.d) RD de opas, es razonable pensar que se trata de un conflicto que puede gestionarse de forma flexible, en la medida que fácilmente puede evitarse el escenario que da lugar al conflicto normativo ya que la solicitud de dispensa de opa puede ser presentada por “*cualquier persona interesada*” además de los administradores de la *target*.

Respecto de lo previsto en el artículo 42.4 del RD de opas es prudente entender que los administradores de la sociedad *target* que estén vinculados (sea su *dominus*) con el presentante de la opa no deberán poder participar ni en la negociación ni en la aprobación de los *break-up fees*, por existir un evidente conflicto de interés y no existir disposición alguna que los habilite o neutralice los efectos del potencial conflicto de intereses.

2.3. Obligaciones procedimentales y casos grises (en cotizadas y no cotizadas) en Procesos de Transmisión

Más allá de los casos obvios en los que la actuación del administrador sea absolutamente incompatible con el deber de lealtad, por la propia configuración del mismo (mediante cláusulas generales que, a su vez, no son exhaustivas sino meramente ejemplificativas), existirá una constelación de casos grises en los que la actuación de los administradores *per se* no debería implicar un quebranto del deber de lealtad, pero que pueden tener un impacto en un futuro Proceso de Transmisión por su cercanía al inicio de dicho proceso, o porque se trate de instrumentos que en el tráfico jurídico han sido útiles para dificultar o facilitar un potencial futuro proceso de M&A aún no concretado (por ejemplo, modificaciones estatutarias, operaciones de autocartera o dividendos extraordinarios,

operaciones sobre activos esenciales, reparto de cargos en comisiones estratégicas dentro del órgano de administración, etc.).

No es posible dar una regla absoluta en estos casos, en los que probablemente será necesario probar la intención o voluntad del administrador (o el quebranto de las obligaciones finalistas) para demostrar la existencia del propio quebranto de las obligaciones procedimentales. Sin embargo, puede partirse de las siguientes premisas:

- (i) si la ejecución del acto o acuerdo implica la aprobación del correspondiente acuerdo por la junta general de la sociedad *target*²⁶ (por ejemplo, la ejecución de planes estratégicos, operaciones aprobadas mediante lo dispuesto en los artículos 160.f) o 511.1.Bis LSC, etc.), difícilmente podrá argumentarse que existe un quebranto del deber de lealtad, siempre que se haya informado adecuadamente a los socios, ya que, *de facto*, se habrá concedido la dispensa prevista en el artículo 230 LSC (cumpliendo lo previsto en el artículo 190 LSC y la sentencia del Tribunal Supremo 68/2017 de 2 de febrero y, asimismo, sin perjuicio de lo referido más adelante respecto el artículo 204.1 LSC); y
- (ii) salvo para el caso del reparto de cargos estratégicos en seno del propio órgano de administración, difícilmente podrá ser de aplicación la excepción al deber de abstención prevista en el artículo 228.c) *in fine*²⁷ LSC. Sin embargo, en aquellos supuestos en los que sí sea de aplicación dicha excepción también aplicará en su caso lo previsto en el artículo 226 LSC, para los supuestos en los que el administrador actúe de acuerdo con un interés personal (que no se entenderán incluidos dentro del ámbito de su discrecionalidad empresarial).

26 Nótese que, sin embargo, en ningún caso tendría sentido considerar como aprobados por la junta general: la ejecución por administradores de operaciones de autocartera pre-autorizadas por la junta general, ni el reparto de cantidades a cuenta dividendos acordado por los administradores u operaciones no autorizadas ex 160.f) o 511.1.bis LSC.

27 El artículo 228.c) *in fine* LSC establece que se excluirán de la obligación de abstención los acuerdos o decisiones de los administradores "que le afecten en su condición de administrador, tales como su designación o revocación para cargos en el órgano de administración u otros de análogo significado".

28 Nótese que nos referimos a casos en los que no se darán los presupuestos del artículo 49 de la Ley de Modificaciones Estructurales.

III. Procesos de Des/Integración: obligaciones procedimentales y des/integración de Sociedades Vinculadas

Los Procesos de Des/Integración son *per se* procesos complejos que requieren la participación de las juntas generales de socios de las sociedades participantes en dichos procesos y, además, de sus órganos de administración²⁸.

Por tanto, tiene sentido analizar el papel de los administradores de la *target* que participan en el proceso, en la medida que nos referimos a Procesos de Des/Integración en los que, al menos, uno de sus socios tiene la condición de socio en ambas sociedades y/o es administrador de alguna de estas o está vinculado con uno o a varios de sus administradores.

Además, es especialmente relevante analizar cómo debe gestionarse el cumplimiento del deber de lealtad del administrador de la sociedad *target* que participa en Procesos de Des/Integración con Sociedades Vinculadas con dicho

administrador, en la medida que existan socios externos (en su caso, minoritarios) que no tengan relación alguna con estas Sociedades Vinculadas con dicho administrador (“**Socios Externos**”).

Dicha intervención de los administradores de la *target* puede darse tanto (i) durante la fase preliminar de prospección y exploración de la potencial operación, como (ii) en la fase de recopilación y suministro de información a los socios, así como (iii) durante la fase de elaboración de los proyectos e informes previstos en la Ley de Modificaciones Estructurales.

Durante la fase preliminar de prospección y exploración de la potencial operación, si bien no está claro en qué medida los administradores están actuando dentro de sus atribuciones orgánicas, puede decirse que existe cierta tendencia de los administradores de la *target* designados por la Sociedad Vinculada (en los casos en los que existen Socios Externos) de abstenerse de participar, al menos formalmente, en esta fase. Hay que tener en cuenta que, si bien la informalidad de esta fase hace que no haya actos o contratos susceptibles de ser objeto de una Acción Tendente a la Anulación (tal y como se define en la sección V posterior), la actuación negligente o dolosa de los administradores seguirá conllevando el resarcimiento de cualquier daño causado y la retrocesión de cualquier enriquecimiento injusto.

Asimismo, cabe señalar que durante la fase de recopilación y suministro de información a socios aplicará a los administradores, simplemente, el deber general de informar diligentemente a los socios junto con las limitaciones generales relativas al suministro de dicha información²⁹.

Por otro lado, respecto a la elaboración y aprobación de proyectos e informes, hay que decir que, si bien de entrada podría parecer que en virtud del “principio de especialidad” las disposiciones de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (“**LME**”) (relativas específicamente a modificaciones estructurales) podrían considerarse especiales sobre las de la LSC (relativas al deber de lealtad) de forma análoga a lo referido anteriormente respecto al RD de opas, es razonable pensar que esta interpretación podría considerarse discutible en este contexto dado que la LME no cuenta con mecanismos específicos que protejan a los Socios Externos de prácticas extractivas (mediante mecanismos para gestionar potenciales conflictos de interés)³⁰. Es por ello que puede extrapolarse un patrón (al menos, en sociedades cotizadas) de los administradores cuyo *dominus* participa en la operación de abstenerse de participar en la elaboración y aprobación de proyectos e informes³¹.

Finalmente, cabe señalar que, en la medida en que en los Procesos de Des/Integración participe la junta general de la sociedad *target*, es razonable pensar que, en línea con lo expuesto en el apartado II.2.3(i) anterior, dicha aprobación por la junta general (en la medida que se cumpla lo previsto en el artículo 190 LSC y la sentencia del Tribunal Supremo 68/2017 de 2 de febrero referida anteriormente, y siempre que no caiga dentro del supuesto previsto en el artículo 204.1 LSC –al

29 En este sentido, respecto al suministro de información a un socio, por un lado, se ha venido entendiendo que el derecho del socio a transmitir su participación (o más bien, a que haya límites a las restricciones a dicha transmisión) no puede interpretarse de forma que su interés particular (en vender su participación) prevalezca sobre el interés social de la sociedad. Asimismo, por otro lado, se ha venido entendiendo que la información a la que pueden acceder los socios es limitada y se trata de aquella vinculada a la adopción de acuerdos vinculados a la junta general y que, a su vez, el trato diferenciado debe ser (i) congruente con el interés social, (ii) idóneo para el objetivo que se persigue, (iii) necesario para su objeto y (iv) proporcionado.

30 Nótese que, de hecho, salvo que en el Proceso de Des/Integración participen sociedades anónimas, no participará ningún experto independiente por lo que, en cualquier caso, será razonable contar con las correspondientes “*fairness opinion*” o informes de expertos que justifiquen la operación. Además, hay que tener en cuenta que el referido experto independiente no tiene por qué pronunciarse sobre las materias sobre las que recae el potencial conflicto de interés.

31 Por ejemplo, en la fusión entre Banco Santander, S.A. y Banco Español de Crédito, S.A., en la fusión entre Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. y N Más Uno IBG, S.A. o en la fusión entre Papeles y Cartones de Europa, S.A. y Harpaplus, S.L.

que nos referimos en el apartado V.3 posterior—) podría considerarse como un mecanismo que ayude a mitigar el riesgo de que se considere que existe un potencial incumplimiento del deber de lealtad. A su vez, en relación con el socio en situación de conflicto de interés en la Operación de Des/Integración, le corresponderá, en principio, asumir la carga de la prueba de la conformidad con el interés social (si su voto fue decisivo para la adopción del acuerdo) por lo que podría ser recomendable utilizar mecanismos que ayuden a demostrar dicha conformidad (en este sentido, véase lo previsto en el apartado V posterior).

IV. Impacto en los contratos

Sin perjuicio del impacto que la trasposición de la Directiva 2017/828 (relativa a la implicación a largo plazo de accionistas de sociedades cotizadas) pueda tener en las operaciones entre partes vinculadas³², es pertinente analizar desde la perspectiva del deber de lealtad de los administradores de la sociedad *target* el impacto en los contratos.

Es decir, en otras palabras, en qué medida puede afectar el cumplimiento del deber de lealtad de los administradores de la sociedad *target* a la suscripción, modificación o extinción (previa, simultánea o posteriormente a la Operación de Des/Integración) de los acuerdos intragrupo (suscritos por un socio de la sociedad *target* y la propia sociedad *target*) en aquellos casos en los que la sociedad *target* cuenta con Socios Externos.

Es razonable entender que aplica en este escenario en las sociedades cotizadas, al menos, a los consejeros dominicales o administradores vinculados (con cuyo *dominus* la sociedad *target* suscribirá o ha suscrito el contrato) los llamados conflictos por cuenta ajena, es decir, el conflicto que afecta al administrador por la extensión a este del conflicto de intereses entre su *dominus* y la sociedad *target*³³.

Por tanto, si bien por un lado la extensión del conflicto de su *dominus* no implicará la existencia de un conflicto de interés estructural de los administradores vinculados a este que les inhabilite de forma permanente, por otro lado, existirá un conflicto por cuenta ajena (por cuenta de su *dominus*, salvo que sean empleados, directivos o administradores del socio, en cuyo caso, el conflicto le afectaría directamente) que no les permitirá participar en la negociación, suscripción o modificación (por cuenta de la sociedad *target*) de contratos entre la sociedad *target* y su *dominus*.

V. Consecuencias de la infracción del deber de lealtad

En los apartados anteriores se han analizado los escenarios dentro del contexto de operaciones de M&A en los que debe prestarse atención al deber de lealtad de los administradores de la *target* (Procesos de Transmisión, Procesos de Des/Integración e Impacto en los Contratos) y, asimismo, se han esbozado los casos

32 En este sentido, véase el Proyecto de Ley por la que se modifica la LSC y otras normas financieras para adaptarlas dicha directiva o, entre otros, los informes emitidos por la Asociación Española de Banca o la Asociación de Emisores.

33 En línea con el artículo 228.e (que reconoce el conflicto por cuenta ajena), el artículo 529.ter.h) (que reconoce el conflicto por extensión de los intereses del *dominus*) o la Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de diciembre de 2014 o la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 14 de diciembre de 2005 (respecto a la revocación del nombramiento de consejeros dominicales por existir un conflicto de su *dominus* que les contamina).

en que puede existir un potencial quebranto de este deber de lealtad por parte de tales administradores.

Sin embargo, una aproximación práctica al deber de lealtad de los administradores de la *target* en los procesos de M&A requiere, de forma ineludible, analizar también cuáles son las consecuencias del quebranto de tal deber por estos administradores.

Ello es especialmente relevante porque los procesos de M&A son procesos *per se* especialmente complejos y con un enorme impacto en terceros y:

- (i) Tal y como se indica más adelante, el respeto o quebranto del deber de lealtad de los administradores de la *target* puede ser relevante al analizar la aplicación / no aplicación de la "*business judgement rule*" a la actuación de los administradores de la *target*.
- (ii) El artículo 232 LSC prevé que la infracción del deber de lealtad por los administradores de la *target* podrá (i) conllevar las tradicionales acciones de responsabilidad societaria y extrasocietaria³⁴ (previstas en el artículo 236 LSC) si han actuado con dolo o culpa³⁵, destinadas a resarcir el potencial daño causado o el potencial enriquecimiento injusto y, además, (ii) también podrá conllevar acciones de impugnación, cesación, remoción de efectos y, en su caso, anulación de actos y contratos (las "**Acciones Tendentes a la Anulación**").
- (iii) En la medida en que pueda existir un acuerdo societario vinculado al correspondiente proceso de M&A, este puede ser susceptible de ser impugnado por medio del mecanismo previsto en el artículo 204.1 LSC.

1. "*Business judgement rule*" e infracción del deber de lealtad

El régimen de responsabilidad de los administradores por su actuación dolosa o culposa o negligente está matizado por el artículo 226 LSC, el cual introduce una presunción de diligencia de los administradores (la "*business judgement rule*").

Esta presunción se materializa en la regla según la cual los jueces no revisarán materialmente y presumirán como diligentes las decisiones estratégicas y de negocio tomadas por los administradores mientras estos: (i) se hayan informado convenientemente antes de tomar la decisión, (ii) la actuación no sea ilegal o contraria a los estatutos y (iii) no tengan un interés propio en la materia contradictorio con el de la sociedad.

Por tanto, puede concluirse razonablemente que ante la mera existencia de un potencial conflicto de intereses del administrador de la *target* (por ejemplo, ante la solicitud de información de un potencial comprador de una participación con el que esté vinculado o ante alguno de los casos grises referidos en el apartado

34 Nótese que los presupuestos de responsabilidad de administradores por cualesquiera acciones no previstas en la LSC (acciones extra-societarias), son equivalentes a los aquí previstos (salvo respecto la responsabilidad objetiva por no convocar la junta general que decida sobre la disolución de la sociedad y, en su caso, la responsabilidad concursal en caso de declararse el concurso culpable).

35 El artículo 236 LSC establece que los administradores responderán frente a la sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores sociales, por (i) el daño que causen, por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando (ii) haya intervenido dolo o culpa.

II.2.3 anterior), podrá seguir beneficiándose de la “*business judgement rule*” en sus decisiones estratégicas y de negocio en la medida que, además de haberse informado adecuadamente y no cometer ningún acto ilegal o contrario a estatutos, haya respetado las obligaciones procedimentales derivadas del deber de lealtad (esto es, el deber de abstención en caso de conflicto de intereses –sin perjuicio del procedimiento del artículo 190 LSC y lo previsto en la Sentencia del Tribunal Supremo 68/2017, sin infringir lo previsto en el artículo 204.1 LSC–, junto con el deber de adoptar las medidas necesarias para evitar incurrir en situaciones de conflicto de interés).

Por otro lado, también puede concluirse que, según la regla prevista en el artículo 226 LSC, los administradores de la *target* perderán el beneficio de la “*business judgement rule*” respecto de sus decisiones estratégicas y de negocio si, entre otros, tienen un interés propio, lo cual muy probablemente ocurrirá si incumplen las obligaciones finalistas (entre otras, “no ejercitar sus facultades para fines distintos de aquellos para los que han sido concedidas”).

En consecuencia, a modo de síntesis, es razonable pensar que:

- (i) en la medida que el cumplimiento de las obligaciones procedimentales neutraliza en buena medida el incumplimiento de las obligaciones finalistas y, a su vez, si el administrador de la *target* cumple con las obligaciones finalistas difícilmente podrá demostrarse que ha actuado en interés propio; y que
- (ii) cumpliendo con las obligaciones procedimentales y, a su vez, con las obligaciones finalistas, difícilmente podrá cuestionarse que el administrador de la *target* pueda seguir beneficiándose de la aplicación de la “*business judgement rule*” (y que, por tanto, se presuma que ha actuado diligentemente) en sus decisiones estratégicas y de negocio (por ejemplo, el suministro de información a un potencial adquirente o algunos de los casos grises referidos en el apartado II.2.3 anterior).

36 En otras palabras, si una Acción Tendente a la Anulación ya tiene *per se* un impacto obvio en la seguridad jurídica del tráfico mercantil, este riesgo se ve incrementado exponencialmente si este tipo de acciones están previstas para el quebranto de una norma (el deber de lealtad) que el legislador ha optado deliberadamente por construir mediante cláusulas generales (para superar la visión mecanicista del derecho de sociedades para evitar el *tunneling*).

37 Por ejemplo, Vicenç Ribas Ferrer en “*Deberes de los administradores en la Ley de Sociedades de Capital*”, Revista de Derecho de Sociedades núm.38/2012 1, establece que la doctrina “en general está de acuerdo en la dificultad existente para afirmar con seguridad la sanción de la auto-contratación no permitida”.

2. Acciones Tendentes a la Anulación

Además de las acciones de responsabilidad derivadas de la actuación culposa o dolosa del administrador, el artículo 232 LSC incluye las Acciones Tendentes a la Anulación las cuales, obviamente, incrementan la inseguridad jurídica que ya de por sí rodea al deber de lealtad³⁶.

En este sentido, por ejemplo, la doctrina generalmente reconoce la dificultad de afirmar con seguridad las consecuencias derivadas de la infracción del deber de lealtad y si, a tal efecto, le corresponden las consecuencias previstas para la auto-contratación³⁷.

En este sentido, existe cierto consenso en virtud del cual no debe interpretarse el artículo 232 LSC de forma que la infracción del deber de lealtad conlleve automáticamente la nulidad absoluta del negocio en cuestión sino más bien su nulidad relativa o su ineficacia relativa (entendiendo que estas deben ser instadas de parte y pueden ser subsanadas) y que, por otro lado, en ningún caso un supuesto de autocontratación / infracción del deber de lealtad por parte de un administrador puede afectar a terceros de buena fe y/o que no hayan actuado con culpa grave³⁸.

Por tanto, en consecuencia:

- (i) En los Procesos de Transmisión en los que exista un administrador de la *target* cuyo *dominus* sea el socio que pretende transmitir su participación pero, por otro lado, el adquirente no sea una sociedad vinculada al socio vendedor o al administrador de la *target*, no podrá considerarse de forma automática que dicho tercer potencial adquirente de la participación en la *target* perderá la consideración de tercero de buena fe, salvo que conozca o deba haber conocido (por existir indicios razonables) el quebranto del deber de lealtad.

Por tanto, en tales casos, difícilmente podrá derivarse de la infracción del deber de lealtad de los administradores de la *target* la nulidad, ineficacia o retrocesión de la operación. Ello sin perjuicio de las correspondientes acciones de responsabilidad de administradores y la eventual impugnación de potenciales acuerdos societarios instrumentales de la operación en virtud de lo previsto en el artículo 204.1 LSC (nótese que, a pesar de no retrocederse la operación, podría abrirse la puerta a que los socios de la sociedad *target* deban resarcir los correspondientes daños, a resultas de haberse dejado sin efectos el acuerdo impugnado a resultas del éxito de la acción instada en virtud del artículo 204.1 LSC).

- (ii) En los Procesos de Des/Integración y/o los Procesos de Transmisión en los que el adquirente esté vinculado con el socio transmitente o el administrador de la *target* (y, en ambos casos, en cuanto al Impacto de los Contratos), difícilmente ninguno de los intervinientes en la operación podrá tener la consideración de tercero de buena fe.

Por tanto, en tales casos la infracción del deber de lealtad de los administradores de la *target* podrá razonablemente implicar la nulidad, ineficacia o retrocesión de la operación. Todo ello sin perjuicio de que, en cuanto a los Procesos de Des/Integración (y, en su caso, Procesos de Transmisión), además de las Acciones Tendentes a la Anulación pueda ser de aplicación lo previsto en el artículo 204.1 LSC –al que nos referimos en el apartado V.3 posterior–.

38 De otro modo, se estaría haciendo una interpretación de una norma que al fin y al cabo regula relaciones privadas internas (esto es, relaciones privadas de la sociedad, sus administradores y sus socios) concediéndole primacía sobre la regla del derecho civil en virtud de la cual las relaciones privadas no pueden perjudicar a terceros (i.e. el principio de relatividad de los contratos cuyas, a saber, únicas excepciones aplicables al caso encajan con escenarios en los que el tercero no gozaría de la condición de tener buena fe o no haber actuado con culpa grave).

Buena parte de la doctrina concibe la infracción del deber de lealtad como un supuesto de autocontratación, cuyo tratamiento ha venido canalizándose mediante la nulidad relativa o su ineficacia relativa (esto es, que deben ser instadas de parte y pueden ser subsanadas) que, además, no afecta a terceros de buena fe.

Nótese, por otro lado, que igualmente desde la perspectiva de la extralimitación de facultades del administrador, se llegaría a una conclusión similar sobre la base de que el artículo 234 de la LSC establece expresamente que los terceros de buena fe y que no actúen con culpa grave, quedarán protegidos (aun cuando se desprenda de los estatutos sociales que el negocio jurídico relevante no está comprendido en el objeto social).

Dicho artículo 234 de la LSC traspone la Directiva 2009/101, la cual establece en su Exposición de Motivos que uno de sus objetivos esenciales es el de conseguir la protección de terceros, que “deberá quedar garantizada por disposiciones que limiten, todo lo posible, las casusas de invalidez de los compromisos contraídos en nombre de la sociedad”.

Nótese asimismo que, en caso de que se concedieran las correspondientes medidas cautelares en relación con el potencial quebranto del deber de lealtad, difícilmente ningún tercero podrá ser considerado como tercero de buena fe. Véase a tal efecto, la nota número 39.

3. Impugnación de acuerdos sociales en virtud del artículo 204.1 LSC

Finalmente, es pertinente recordar en relación con los procesos de M&A, que el artículo 204.1 LSC establece que serán impugnables, entre otros, los acuerdos sociales que “lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros”, entendiéndose que dicha lesión también ocurre cuando el acuerdo en cuestión “aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría” y, asimismo, entendiéndose que ocurre dicha imposición del acuerdo cuando “sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado del de los demás socios”.

Es obvio el impacto que tendrá en los Procesos de Des/Integración (que, en buena medida, se ejecutan mediante acuerdos societarios) tanto la concesión de las correspondientes medidas cautelares³⁹, como el éxito de la acción de impugnación prevista en el artículo 204.1 LSC respecto los acuerdos sociales que se adopten en el contexto de dichos procesos.

Además, por otro lado, en los Procesos de Transmisión en los que participe un tercero de buena fe (en los que, por tanto, en caso de quebranto del deber de lealtad del administrador de la *target* difícilmente podrá retrotraerse los efectos de la operación), en su caso, si prosperara la impugnación de acuerdos societarios instrumentales de la operación en virtud de lo previsto en el artículo 204.1 LSC, junto con las correspondientes acciones de responsabilidad de administradores, se abriría la puerta a que los socios de la sociedad *target* pudieran tener que resarcir los daños que resulten de que haya prosperado dicha impugnación del correspondiente acuerdo societario.

Por tanto, tanto en Procesos de Des/Integración como en Procesos de Transmisión, la razonabilidad del voto del socio mayoritario y su justificación desde el punto de vista del interés social (esto es, el tratamiento del conflicto previsto en el artículo 190.3 LSC –teniendo en cuenta de acuerdo con el criterio previsto en la Sentencia del Tribunal Supremo 68/2017–⁴⁰), será fundamental para evitar o reducir el riesgo de que prospere una potencial acción del artículo 204.1 LSC.

Nótese además que, (i) en el supuesto previsto en el artículo 190.3 LSC, se prevé la inversión de la carga de la prueba (que recaerá en la sociedad o al socio afectado por el conflicto) de la conformidad del acuerdo con el interés social y que, por tanto, (ii) difícilmente podrá justificarse la razonabilidad del acuerdo de dispensa del conflicto a la luz de lo previsto en el artículo 204.1 LSC si, a su vez, la sociedad / socio afectado por el conflicto no son capaces de vencer la carga de la prueba impuesta por el artículo 190.3 LSC.

39 Véase, a tal efecto, el Auto 461/2019 del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Madrid (absorción por fusión de Mediaset España Comunicación, S.A. por la sociedad holandesa MFE).

40 A tal efecto, véase por ejemplo lo previsto en el apartado I.2.2 o el último párrafo del apartado III.

VI. Consideraciones finales

La actual regulación del deber de lealtad en la LSC ha recurrido a cláusulas generales de imperatividad flexible en contraste con la regulación tradicional del derecho de sociedades, que se ha considerado insuficiente para evitar el *tunneling*. Sin embargo, esta técnica legislativa puede generar inseguridad jurídica.

Este efecto del tratamiento de las situaciones de conflicto de interés es especialmente relevante en los procesos de M&A porque (i) son procesos *per se* complejos y con un enorme impacto en terceros y, asimismo, (ii) la actual regulación del deber de lealtad en la LSC, además de las tradicionales acciones de resarcimiento de daños / retrocesión del enriquecimiento injusto, incluye las Acciones Tendentes a la Anulación y, además, también puede resultar de aplicación a este tipo de procesos la acción de impugnación prevista en el artículo 204.1 LSC.

Por tanto, la adecuada gestión del deber de lealtad de los administradores de la sociedad *target* y de la situación de conflicto de interés de los socios (de forma que se eviten prácticas de *tunneling*) se ha convertido en un requisito imprescindible en los procesos de M&A complejos.