

Santiago Hierro Anibarro
Universidad de Alcalá

Alejandro Martín Zamarriego
Universidad Carlos III de Madrid

Sumario

-
En el presente trabajo se estudia el régimen jurídico de los deberes de los administradores de las sociedades implicadas en las operaciones más corrientes de toma de control de empresas, al objeto de situar el marco general de las obligaciones que les impone el ordenamiento jurídico —en general y, muy particularmente, la legislación societaria y del mercado de valores— sobre el contexto particular de una operación proyectada. Se trata, pues, de determinar cuál es la conducta debida por los responsables de la gestión social en el desarrollo de esta clase de operaciones y de analizar en qué medida los deberes de conducta de los administradores contemplados 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, de diligencia y de lealtad, pueden verse perfilados, completados o determinados, en tanto que normas con vocación general, por las concretas particularidades que, en el plano fenomenológico, caracterizan a algunos de los principales negocios jurídicos que conforman la operativa de fusiones y adquisiciones.

Abstract

-
This paper analyses the duties of company directors in the most common company takeover operations. The aim is to deduce their main obligations in the prototypical operations of private acquisitions, mergers, and public takeovers, from the general duties imposed on them by the legal system. Both the obligations imposed on them by the general Spanish Law of Contracts as well as the specific obligations imposed on them by Spanish Company and Securities Law will be considered. The purpose, therefore, is to determine the conduct expected of company directors in the development of this type of business, as well as to determine the way in which their main duties of diligence and loyalty may be shaped, completed or determined by the specific particularities which, at a phenomenological level, characterize the main M&A operations.

Title: *Directors' Duties of Companies involved in M&A Transactions*

-
Palabras clave: Deberes de los administradores, Fusiones y adquisiciones, protección de la discrecionalidad empresarial, Ofertas públicas de adquisición
Keywords: *Director's duties, Mergers and Acquisitions, Business Judgement Rule, Takeover Bids*

-
DOI: 10.31009/InDret.2024.i1.01

1.2024

Recepción
1/12/2023

-

Aceptación
24/1/2024

-

Índice

-

1. Introducción**2. Operaciones de administradores y deberes de M&A**

2.1. ¿Qué operaciones, qué deberes?

2.2. El papel de los administradores en las operaciones de M&A

2.3. Todos los caminos conducen, pero no solo, a la discrecionalidad empresarial

3. Los deberes de los administradores en las operaciones de adquisición privada3.1. Los deberes *in contrahendo* durante la fase de tratos preliminares

a. De deberes de parte a deberes del administrador

b. El deber de información

c. El deber de confidencialidad

d. El deber de conservación

e. El deber de no abandonar injustificadamente las negociaciones

3.2. Los deberes convencionales en la fase preparatoria del contrato

a. Aumenta el carácter contractual, se perfilan los deberes del administrador

b. La configuración de los deberes de información y confidencialidad

c. La determinación del deber de no abandonar las negociaciones: las break-up fees

d. Otros deberes que considerar durante la fase preparatoria

3.3. Los deberes contractuales en el período interino tras la firma del contrato de adquisición

a. Los deberes del administrador que nacen del contrato

b. La materialización del deber de conservación: el ordinary course of business

c. La incidencia de la cláusula de best efforts en la conducta debida por el administrador

d. Otros deberes que considerar tras la firma del contrato

4. Los deberes de los administradores en la fusión de sociedades

4.1. Los deberes en la fase preliminar de la fusión

4.2. Los deberes durante la fase preparatoria de la fusión

a. Los deberes tras la aprobación del proyecto de fusión

b. El deber de no entorpecer la fusión

c. El deber de no modificar sustancialmente la relación de canje

d. El deber de impulsar la fusión

4.3. Los deberes en la fase de ejecución de la fusión

5. Los deberes de los administradores en las operaciones públicas de adquisición

5.1. Reforma legal y equiparación societaria en el procedimiento de adquisición pública

5.2. Los deberes de los administradores en la adquisición de una sociedad cotizada

a. Los deberes de los administradores de la sociedad afectada

b. Los deberes de los administradores de la sociedad oferente

5.3. Los deberes de los administradores en la adquisición de una sociedad negociada en un sistema multilateral de negociación

a. La peculiaridad del régimen de adquisición de una sociedad negociada en un sistema multilateral de negociación

b. El régimen de adquisición equivalente a una oferta pública y su proyección sobre los deberes de los administradores

6. Bibliografía

-

Este trabajo se publica con una licencia Creative Commons Reconocimiento-No Comercial 4.0 Internacional 

1. Introducción*

El actual régimen general de deberes de los administradores de la Ley de Sociedades de Capital tiene una manifiesta genealogía estadounidense¹, configurada en su país de origen a través de una jurisprudencia, que tiene en buena medida como supuesto de hecho las operaciones de adquisición y fusión de empresas, conocidas en el argot de la práctica negocial con el acrónimo de M&A². La idea de analizar el régimen de los deberes de los administradores en el marco de esta operativa no es nueva, pero se ha realizado en un ámbito específico del deber de lealtad, el

* El presente trabajo constituye una versión revisada y ampliada de distintas publicaciones previas enmarcadas en una misma línea de investigación y editadas en revistas jurídicas de la especialidad como en capítulos de obras colectivas de referencia. La consolidación en una única publicación obedece a dar mayor sentido a la materia objeto del texto, que ahora comprende tanto las operaciones de adquisición privadas como las públicas, además de incorporar las últimas novedades normativas, jurisprudenciales y doctrinales, que permiten disponer de un texto actualizado a la fecha de su edición. Este trabajo se realiza en el marco de los Proyectos de investigación PID2022-13985NB-I00, *La simplificación del Derecho de sociedades (V). El coste de un gobierno corporativo sostenible*, financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación, y SBPLY/21/180501/000240, *Retribución de los administradores de sociedades de capital y sostenibilidad a largo plazo de la empresa*, financiado por la Consejería de Educación, Cultura y Deportes de la Junta de Comunidades de Castilla-La Mancha.

¹ El trasplante del modelo norteamericano a nuestro sistema jurídico no ha sido un fenómeno aislado, instantáneo ni clónico. En primer lugar, nuestro país no ha sido un caso único en esa recepción, porque el modelo estadounidense ha tenido una influencia notable en múltiples ordenamientos europeos, *vid.* FLEISCHER, H., "La "Business Judgment Rule" a la luz de la comparación jurídica y de la economía del Derecho", en *RDM*, núm. 246, 2002, p. 1728. Tampoco ha sido instantáneo. La marcada diferencia de criterio con que la LSC vigente desde la redacción dada por la Ley 31/2014, que hizo claramente suyas las recomendaciones de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo (Orden ECC/895/2013, de 21 de mayo, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013, por el que se crea una Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo, que se completa con las Resoluciones de 21 de mayo y de 5 de junio de 2013, por la que se nombran los miembros y los vocales suplentes de la Comisión de Expertos), ha optado por distinguir el contenido y las consecuencias de los incumplimientos de uno y otro deber, *vid.* PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Madrid, 2007, pp. 29-106, como ya sucediera décadas antes en Estados Unidos, *vid.* SCOTT, K.E., "Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project", en *Stanford Law Review*, vol. 35, 1983, pp. 927-948, y EASTERBROOK, F.H. y FISCHER, D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Londres-Cambridge (Mass.), 1991, p. 103. Por último, el trasplante legal tampoco ha sido clónico. El modelo inspirador y el modelo imitador presentan diferencias, que no son solamente de matiz. Así, por ejemplo, mientras que la *business judgement rule* americana establece una presunción en favor de los administradores y atribuye al demandante la carga de probar que éstos no actuaron con arreglo a un procedimiento adecuado, de buena fe, de modo informado y desinteresado, la regla de la discrecionalidad empresarial española, en línea con el modelo alemán, deja en manos del administrador la prueba de descargo. Sucede así que, en nuestro sistema, no como en Delaware (donde existe el cuerpo jurisprudencial más rico en materia de deberes de administradores y M&A), será el administrador demandado que quiera quedar protegido por la regla de la discrecionalidad empresarial quien deba demostrar que actuó con arreglo a las exigencias del art. 226 LSC y, cuando lo haga, es decir, cuando pruebe haber actuado conforme a los presupuestos de aplicación de la *business judgement rule*, se presumirá que actuó de manera diligente y en principio no responderá. Otra diferencia notable entre el sistema norteamericano y el nuestro puede apreciarse en materia de ofertas públicas de adquisición, toda vez que aquí y en los países europeos, que han seguido en este punto el modelo inglés, el poder de actuación de los administradores de la sociedad afectada es, por imperativo del deber de pasividad de los administradores, considerablemente más limitado. Sobre las diferencias entre el modelo estadounidense y el modelo inglés, que sirvió de inspiración al nuestro, *vid.* ARMOUR, J. y SKEEL, Jr., D.A., "Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Divergence of US and UK Takeover Regulation", en *The Georgetown Law Journal*, vol. 95, 2007, pp. 1727-1794..

² *Vid.* GUERRERO, C., *La Business Judgment Rule en los procesos de M&A*, Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil UCM, 2010/32, p. 4.

del conflicto de interés, y con la advertencia de tener un carácter orientativo, dada la dificultad de trazar un mapa detallado de la deslealtad en esta clase de operaciones³.

Ahora bien, aunque es cierto que la amplia casuística de la operativa de adquisición y fusión de empresas puede alzarse como un obstáculo para realizar un análisis de los deberes de los administradores sociales en las operaciones prototípicas de toma de control empresarial, que tenga aspiración de globalidad, también lo es que una aproximación a la totalidad permite observar interesantes paralelismos dentro de su variada fenomenología acerca del comportamiento comúnmente debido por los administradores de una y otra parte de la transacción a lo largo de las distintas fases, por lo demás, comunes a todas las operaciones de M&A. De esta manera, este enfoque de conjunto permitiría identificar unos parámetros de conducta similares y, por tanto, susceptibles de ser empleados por analogía para identificar el comportamiento debido por los administradores de las sociedades implicadas en una operación de concentración empresarial, no obstante el carácter particular de cada institución que compone esta categoría de la práctica del Derecho de los negocios.

2. Operaciones de administradores y deberes de M&A

2.1. ¿Qué operaciones, qué deberes?

Con el anglicismo *mergers and acquisitions*, al que obedece el acrónimo, se conoce la operación de concentración y reorganización de empresas, que se materializa mediante un conjunto heterogéneo y multiforme de negocios e instituciones jurídicas tanto de naturaleza societaria y contractual como, dado el caso y la aplicación de normativa especial, de naturaleza concursal y del mercado de valores⁴.

Atendiendo a la naturaleza esencialmente societaria de la operación de concentración empresarial destaca la fusión de sociedades, que da nombre en grado de coautoría a la expresión M&A, pero que debe entenderse extensible al resto de modificaciones estructurales, como la escisión, la segregación o la cesión global de activo y pasivo. Sin embargo, la especialidad de cada una de ellas no entraña una diferencia significativa en la actividad que los administradores estuvieran llamados a jugar en su desempeño, por lo que no precisan una atención particular en

³ Vid. PAZ-ARES, C. y NÚÑEZ-LAGOS, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, en Sebastián Quetglas, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3ª ed., Madrid, 2021, p. 292.

⁴ No obstante el incontable número de variables sobre las distintas clases de operaciones de toma de control de empresas y la imposibilidad de realizar clasificaciones completas, existe una serie de rasgos comunes, que acostumbran a presentar los supuestos más habituales, vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, cit., pp. 63-65, y la misma conclusión es aplicable a la fusión, dado que la estandarización de la práctica contractual en esta clase de operaciones no ha logrado acotar la incontable variedad de cláusulas de distinta naturaleza y efectos, vid. SCAIANSCHI, H., *La dimensión contractual de la fusión*, Cizur Menor, 2016, pp. 278- 340, circunstancia de la que dan fe los estudios que muestran la frecuencia con que ciertas cláusulas habituales se contemplan en los contratos de compraventa de empresa, vid., entre nosotros, MARCOS, F., “Los contratos de compraventa de empresas en España: un análisis empírico (2013-2014)”, en RDM, núm. 299, 2016, pp. 175-232, y, desde un enfoque comparado, vid. DLA PIPER, *Global M&A Intelligence Report 2022*, disponible a fecha de publicación en <<https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2022/05/global-ma-intelligence-report-2022>>, así como los informes de años previos y el resto de información accesible en <<https://www.dlapiperintelligence.com/globalma/insight/>>.

el ejercicio de sus deberes, fundamentalmente, porque el régimen jurídico de la fusión les aplica supletoriamente⁵.

La otra mitad de la expresión atañe a la adquisición de empresas en su sentido más amplio, que ya sería una combinación de elementos de naturaleza societaria y contractual, lo que exige dos precisiones adicionales, la primera, sobre el objeto de la adquisición y, la segunda, sobre el negocio jurídico mediante el que se efectúa la transmisión de la titularidad de la empresa.

El objeto de la adquisición es la empresa, lo que de *lato sensu*⁶ engloba operaciones que recaen sobre la transmisión tanto de un conjunto de activos y de pasivos, integrando una unidad económica o conformando una rama de actividad (*asset deal*), como de las cuotas representativas del capital social de una sociedad (*share deal*), en el bien entendido sentido de que la sociedad objeto de transacción (*target*) es una forma de organizar la empresa y de que el control de las cuotas de participación social de la sociedad determina el control mediato sobre la empresa⁷.

Respecto al negocio de adquisición sucede igual que con la fusión en relación con las modificaciones estructurales, ya que no solo cabe contemplar la institución de la compraventa, sino que cabría pensar en distintas estructuras negociales, tendencialmente próximas a ella⁸, pero susceptibles de ser orquestadas sobre distintos cauces del Derecho más general de contratos y obligaciones, y acreedoras de ciertas particularidades⁹. Es más, incluso, dentro de las

⁵ Las dos obras, que de manera más completa han abordado la fenomenología de la adquisición de empresas, han tratado el estudio de las modificaciones estructurales con un enfoque diferente. Por un lado, de manera conjunta, *vid.* MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “Las Modificaciones estructurales como procedimiento para la transmisión de empresas”, en ÁLVAREZ ARJONA, J.M. y CARRASCO, Á. (Dir.), *Adquisiciones de empresas*, 5.ª ed., Cizur Menor, 2019, pp. 539-570, mientras que, en la obra de SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, *cit.*, se distingue la fusión y diferentes modalidades de fusiones de otras modificaciones estructurales.

⁶ Sobre la noción plurívoca de empresa (y de los no menos confusos conceptos de empresario, establecimiento, negocio, unidad económica, unidad productiva o rama de actividad) y sobre la relación entre sociedad y empresa, sin pretensiones de exhaustividad, *vid.* HIERRO ANIBARRO, S., *La sociedad limitada nueva empresa*, Madrid-Barcelona, 2006, pp. 22-27; HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa (Extensión de su régimen jurídico a las cesiones de control y a las modificaciones estructurales de sociedades)*, Valencia, 2008, pp. 33-107, y VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho mercantil*, vol. I, 24ª ed., Valencia, 2022, p. 669-674.

⁷ *Vid.* GONDRA, J.M., “La estructura jurídica de la empresa”, en *RDM*, núm. 228, 1998, p. 572, y HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa*, *op. cit.*, esp., pp. 309-310.

⁸ Junto a la adquisición por compraventa, cabe pensar asimismo en negocios de “transmisión temporal” o de cesión de empresas, generalmente, articulados mediante figuras más próximas al contrato de arrendamiento, aunque también puede haber otros, como el usufructo; e, incluso, de “transmisión definitiva”, no articulada mediante simple compraventa, ya que, además del caso de la permuta, cabe mencionar el supuesto cada vez más frecuente, presente en algunos negocios complejos de reestructuración, en los que el control de la empresa se adquiere por vías tales como la capitalización de deuda. A lo largo del trabajo, por motivos equivalentes a los expuestos con relación a la fusión (nótese, ahora, el juego de los artículos 1.541 o 1.553 CC), la compraventa será preferentemente considerada sobre otras modalidades traslativas, a fin de cuentas, la compraventa es el paradigma de los contratos a través de los cuales se realiza el intercambio y el contrato que dispone de una más amplia regulación legal, *vid.* DíEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de Derecho civil*, vol. II, 7ª ed., Madrid, 1995, p. 279.

⁹ La expresión no es inocente, pero no debe interpretarse como una asunción necesariamente acrítica de que la naturaleza del contrato de compraventa de empresas deba de ser civil. El tema no deja de ser comprometido, ya que la calificación del contrato de compraventa de empresas como civil o mercantil tiene considerable transcendencia práctica, como demuestra, por ejemplo, la reciente STS (Sala 1ª) 119/2020, de 20 de febrero (ECLI: ES:TS:2020:502), comentada, entre otros, por TAPIA HERMIDA, A.J., “Venta parcial de una sociedad mediante compraventa de acciones sociales calificada como civil. Sentencia 119/2020 de 20 de febrero de 2020 de la Sala

operaciones de adquisición por título de compraventa, cabría considerar una serie de especialidades, por aplicación de un régimen legal específico, cuando se trata de transmisiones de empresa realizadas en el marco de un proceso de reestructuración concursal y en el ámbito del mercado de valores.

La adquisición de la empresa en el concurso sería una primera especialidad negocial con peculiaridades propias, debidas a la naturaleza concursal en la que se desenvuelve su operativa, hasta el punto de incorporar a la categoría general de M&A un tercer término, el correspondiente a reestructuraciones, que se uniría a los ya tradicionales de fusiones y adquisiciones. Su aparición como una práctica especial de adquisición de empresas implicaría, adicionalmente, determinar el tipo de operaciones que se enmarcarían en el ámbito de la reestructuración ligada a la práctica de M&A.

En principio y en un sentido amplio las reestructuraciones incluirían aquellas operaciones que tienen un significado empresarial opuesto a la finalidad expansiva que tradicionalmente representa una adquisición y una fusión, es decir, se identificarían con una operación de contracción empresarial, mediante la cual una empresa se deshace de parte de sus unidades productivas¹⁰. Sin embargo, aparte de por la motivación empresarial, una operación de esta naturaleza no supone la aplicación de un régimen especial y, por tanto, podría quedar perfectamente enmarcada dentro de las operaciones ordinarias de adquisición y de fusión, aunque en este último caso por la aplicación del régimen de fusiones a las operaciones de escisión o segregación.

No obstante, en un sentido estricto, existe una operación de reestructuración que tendría plena personalidad dentro de la operativa de M&A. Se trata de la reestructuración de naturaleza concursal, es decir, la transmisión de una empresa, de sus activos o de una unidad productiva en el marco del concurso de acreedores, a la que se denomina operación de adquisición en *distress*, empleando la terminología matriz, que es conocida en el caso español como venta de empresa en el concurso¹¹. La especialidad que han adquirido las operaciones de reestructuración como una rama, cada vez más autónoma, pero aún parte integrante del Derecho concursal y sus peculiaridades en el régimen de deberes de los administradores de las sociedades involucradas con relación a los de las operaciones propiamente de concentración empresarial invitan a soslayar su análisis dentro de lo que sería la operativa más usual de M&A¹².

Primera de lo Civil del Tribunal Supremo”, en *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, entrada de blog de 4 de abril de 2020, disponible a fecha de publicación en: <<http://ajtapia.com/2020/04/venta-parcial-de-una-sociedad-mediante-compraventa-de-acciones-sociales-calificada-como-civil-sentencia-119-2020-de-20-de-febrero-de-2020-de-la-sala-primera-de-lo-civil-del-tribunal-supremo/>>. En un plano más general, *vid.* HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa*, *op. cit.*, 240-249, y con alusión expresa a las distintas posturas que se han planteado al respecto, *vid.* GIMENO RIBES, M., *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, Granada, 2013, pp. 25-33.

¹⁰ Vid. GAUGHAN, P.A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 7ª ed., Hoboken, 2017, p. 389.

¹¹ Vid. SEBASTIÁN, R., “La venta de la empresa en el concurso de acreedores”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, *cit.*, pp. 719-746.

¹² Sobre los deberes de los administradores en la reestructuración, *vid.*, entre otros, RECAMÁN, E., “Hacia una determinación del comportamiento debido por los administradores en la reestructuración”, en *RDCPC*, núm. 32, 2020, pp. 127-143, y, más reciente, IRIBARREN, M., “Los deberes de los administradores ante la reestructuración de las sociedades en dificultades”, en *ADCo*, núm. 58, 2023, pp. 279-302.

Además de la reestructuración de naturaleza concursal, existiría una segunda especialidad, pero ya plenamente propia de la operativa de M&A, que es la adquisición de una sociedad cotizada en un mercado regulado o de una sociedad negociada en un sistema multilateral de negociación, caracterizada por la existencia del régimen específico de ofertas públicas de adquisición, que la reciente modificación de la hoy Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión extenderá a las segundas. En estos casos, la naturaleza de la operación no se ve ya condicionada, sino determinada, por el ordenamiento del mercado de valores. Como sucede con las operaciones anteriormente descritas, sujetas asimismo a una *lex specialis*, la aplicación nuevamente de un régimen específico implica el cumplimiento de deberes adicionales a los administradores de las sociedades involucradas en una adquisición de esta naturaleza.

Por lo demás, el uso del término M&A como categoría jurídica ya está extendido tanto en la práctica como en la doctrina. A fin de cuentas, no deja de ser el resultado lógico del papel preponderante, que originaria y, aún hoy, determinadamente siguen teniendo en el mercado internacionalizado de operaciones de toma de control de empresas los agentes más activos de esta operativa, que son de origen angloamericano¹³.

Esta prevalencia ha tenido asimismo una vertiente académica manifestada en la abundancia de estudios sobre el ejercicio de los deberes de los administradores en las operaciones de M&A, cuyo enfoque puede resultar llamativo a un jurista continental, más habituado a que la casuística se subordine a la institución objeto de análisis, en este caso, a la formulación legal de los deberes de los administradores sociales. Por razones obvias, adoptar un enfoque excéntrico a nuestra tradición jurídica como éste puede resultar a priori llamativo, pero si ya se ha reconocido la especialidad del M&A, a modo de un verdadero Derecho “franco”¹⁴, lo lógico es hacer una aproximación equivalente con relación a los deberes de los administradores en la operativa de concentración empresarial.

A favor de esta aproximación, hay que tener presente un dato nada desdeñable. El factor esencial que explica esa abundancia de estudios sobre los deberes de los administradores en las operaciones de M&A es la litispendencia generada por las operaciones de concentración empresarial en las jurisdicciones más activas en esta operativa, lo que contrasta con las dificultades que están teniendo nuestros tribunales de justicia no ya para juzgar el papel de los administradores en estas operaciones, sino para ofrecer líneas jurisprudenciales consolidadas o posiciones doctrinales claras a quienes han de redactar estos contratos o asumir la dirección letrada de su defensa ante los tribunales¹⁵.

¹³ Se expresa con claridad esta idea, por otra parte sobradamente conocida, en AGUAYO, J., *Las manifestaciones y garantías en el Derecho de contratos español*, Cizur Menor, 2011, pp. 37-38, que apoya sus aseveraciones en BOUCOBZA, X., *L'acquisition internationale de société*, Paris, 1998, pp. 158-161. Para hacerse una idea respaldada con datos y más actualizada acerca del peso relativo que la economía estadounidense tiene en el mercado de operaciones de M&A, pueden consultarse, por ejemplo, los informes estadísticos que periódicamente prepara el INSTITUTE OF MERGERS, ACQUISITIONS AND ALLIANCES (IMAA), disponibles a fecha de publicación en: <<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>>.

¹⁴ La expresión es de EIZAGUIRRE, J.M., “Civil law: la vigencia de una categoría convencional”, en *ADC*, t. LXV, 2012, p. 534.

¹⁵ Vid. GÓMEZ POMAR, F. y GILI, M., “Daños y perjuicios en las operaciones de compraventa de empresas”, en *Revista de Derecho Civil*, vol. IX, 2022, p. 4.

De ahí que configurar *ex ante* las líneas generales del régimen de deberes aplicable a los administradores en el ejercicio de una operación de adquisición pueda contribuir tanto a dar mayor seguridad jurídica a las operaciones de concentración empresarial, en el hipotético supuesto de un incremento de la litigiosidad, como a evitar esa misma conflictividad al delimitar con claridad el marco de actuación de los administradores sociales¹⁶.

Con esta doble finalidad preventiva, se trataría de determinar cuál es la conducta debida por los responsables de la gestión social en el desarrollo de las operaciones más comunes de fusión y adquisición de empresas y de analizar en qué medida los deberes generales de conducta de los administradores contemplados en la Ley de Sociedades de Capital pueden verse perfilados, completados o determinados, en tanto que normas con vocación general, por las concretas particularidades que, en el plano fenomenológico, caracterizan los principales negocios jurídicos que conforman la operativa de M&A.

En el caso de las fusiones, el papel del órgano de administración en las modificaciones estructurales, de las que la fusión es el prototipo, es menos discrecional, salvando el periodo de negociaciones previas, porque se desarrolla con arreglo al detallado procedimiento del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio (en adelante, RDME).

Por el contrario, cuando no media una modificación estructural, el *modus operandi* de articular las operaciones de adquisición no es, por regla general, tan rígido, dada su atipicidad legal¹⁷, lo

¹⁶ En contra de una opinión muy extendida sobre la prevalencia del arbitraje en la práctica de las adquisiciones, *vid.* ALFARO, J., “Caso: la compra frustrada de Victoria’s Secret: MAE y OCB combinadas”, *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 28 de enero de 2022, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacenederecho.org/caso-la-compra-frustrada-de-victorias-secret-mae-y-ocb-combinadas>>, el peso relativo de las cláusulas de sumisión a arbitraje no es tan elevado en nuestro país, por lo que cabría esperar un mayor número de procedimientos judiciales a futuro. En este sentido, *vid.* DLA PIPER, *Global M&A Intelligence Report 2021*, p. 43, disponible a fecha de publicación en <<https://www.dlapiper.cl/wp-content/uploads/2021/07/2021-Global-MA-Intelligence-Report484380.1.pdf>>, y CUATRECASAS, *Market Trends in Iberian Private Equity Transactions*, 2023, p. 26, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.cuatrecasas.com/resources/market-trends-2023-edit-iberia-web-6409d1db2f974821243530.pdf?v1.45.1.20230309>>. Para una primera aproximación al *case law* norteamericano en materia de deberes de administradores en operaciones de M&A, *vid.*, por su valor didáctico y descriptivo, LAFFERTY, W.M., SCHMIDT, L.A. y WOLFE, JR., D.J., “A Brief Introduction to the Fiduciary Duties of Directors Under Delaware Law”, *Penn State Law Review*, vol. 116, 2012, pp. 837-877, así como REED, J.L., BROWN III, R.N., y GLACCUM, J.A., “Selling the company: A practical guide for directors and officers”, en *DLA Piper*, 2021, disponible a fecha de publicación en <<https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2021/01/selling-the-company-a-practical-guide-for-directors-and-officers>>, y LITTLE, R.B., WRIGHT, S.J. y SAUERMAN, K., “Standards of Review Applicable to Board Decisions in Delaware M&A Transactions”, en *HLS Forum on Corporate Governance*, entrada de blog de 20 de mayo de 2020, disponible a fecha de publicación en: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/05/20/standards-of-review-applicable-to-board-decisions-in-delaware-ma-transactions/>>. A favor de la eventual recepción en España del esquema recién citado, en su versión previa de abril de 2017, coescrita entonces por Robert B. LITTLE y Joseph A. ORIEN, *vid.* ALFARO, J., “Cómo evaluar los acuerdos sociales sobre modificaciones estructurales desde la perspectiva de los deberes fiduciarios de administradores y socios de control”, en *derechomercantilespana.blogspot*, entrada de blog de 30 de abril de 2017, disponible a fecha de publicación en: <<https://derechomercantilespana.blogspot.com/2017/04/como-evaluar-los-acuerdos-sociales.html>>. Asimismo, entre nosotros, *vid.* HIERRO ANIBARRO, S. y ZUECO, T., “Aproximación a los deberes de administradores en las adquisiciones de empresa”, en COHEN, A. y MUÑOZ, A. (Dir.), VIÑUELAS, M. (Coord.), *Deberes de los administradores de las sociedades de capital*, Cizur Menor, 2023, pp. 571-597.

¹⁷ La malhadada Propuesta de Código mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación de 17 de junio de 2013 (también el subsiguiente Anteproyecto), dedicaba una breve sección al efecto (arts. 132-7 a 132-11). Hoy por hoy, sin embargo, la legislación española carece de un marco normativo especial sobre la transmisión de empresas, de ahí que su naturaleza siga siendo discutida, *vid. supra*

que implica que el nivel de discrecionalidad de los administradores sociales sea inicialmente mayor, pero solo aparentemente. El hecho de que el desarrollo práctico de las operaciones de adquisición de empresa acostumbre a ordenarse mediante una serie de procesos de naturaleza convencional, perfectamente estandarizados, producto de la práctica mercantil angloamericana¹⁸, que no deja de ser una moderna manifestación de la *lex mercatoria*¹⁹, va a permitir establecer unas directrices y, por consiguiente, unos deberes de actuación llamados a ordenar el comportamiento del órgano de administración de las sociedades implicadas.

En todo caso, existe una excepción cuando la empresa objeto de adquisición sea una sociedad cotizada, ya que en su caso resultará de aplicación imperativa de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (en adelante LMVSI) y del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, RDOPA), lo que vuelve a encorsetar legalmente el marco de discrecionalidad del administrador con los deberes de actuación que le impone el ordenamiento del mercado de valores.

2.2. El papel de los administradores en las operaciones de M&A

En principio, dentro del amplio espectro imaginable de operaciones de M&A, el papel de los administradores únicamente será relevante (*rectius* potencialmente relevante) en los supuestos en que tengan una capacidad de acción real y actúen por cuenta y en representación de las sociedades implicadas en la operación, ya que en las operaciones de toma de control las partes, tanto en la negociación como en los contratos y demás instrumentos jurídicos que integran los procesos de concentración empresarial, no son los propios administradores, sino las sociedades mercantiles que ellos representan o los socios. Además, llegado el caso, su papel diferirá, según sean administradores de la sociedad absorbente o absorbida o de la adquirente o adquirida; y, en su caso, según recaiga la compraventa sobre cuotas de participación social (*share deal*) o sobre activos y pasivos (*asset deal*).

Con relación a ambas modalidades de adquisición, el papel decisor de los administradores de la sociedad compradora será relevante sea cual fuere la elegida, *share deal* o *asset deal*, mientras que, desde el punto de vista de la parte vendedora, el papel decisor de los administradores, únicamente podrá ser destacable cuando la operación se articule mediante la transferencia de activos y pasivos, ya que en *share deals*, al margen de los casos de *falsus procuratur*, de la venta de cosa ajena o del supuesto que puede presentarse en Derecho de grupos en que el administrador de la matriz tenga cierto rol decisor sobre la venta de acciones o participaciones representativas del capital social de una sociedad participada, el papel decisor de los administradores de la sociedad en venta, en tanto que administradores de la sociedad *target*, será menor, habida cuenta de que todo el protagonismo recaerá sobre la figura de los socios de control. Cosa distinta es que los administradores asuman un papel protagonista en las fases preliminar y preparatoria, porque decidan participar activamente, por sí mismos o por medio de intermediarios, tales como los bancos de inversión, en la búsqueda y negociación de una o varias ofertas de compra que luego

nota a pie núm. 9. Para una aproximación al régimen proyectado, *vid.* GALLEGO, E., “La compraventa de empresa en el Anteproyecto de Código Mercantil”, en *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: Libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortíz*, Getafe, 2015, pp. 436-454.

¹⁸ Sobre el particular, *vid.* HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa*, *op. cit.*, pp. 347-357.

¹⁹ En este sentido, *vid.* VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho mercantil*, vol. I, *op. cit.*, p. 688.

trasladen a los accionistas, para que, en última instancia, sean éstos quienes decidan sobre la transacción²⁰.

Además de la posición adquirente o adquirida de la sociedad que representan, otros aspectos a considerar a la hora de enjuiciar los deberes de los administradores en una operación de M&A serán la modalidad del órgano de administración de la sociedad, el tipo social o el tamaño de cada sociedad involucrada en la operativa de adquisición²¹.

En primer lugar, en lo que respecta al modo de organizar la administración de la sociedad, no será lo mismo un modelo de gestión y representación de estructura unipersonal, en el que todos los poderes y deberes recaigan sobre el administrador único de la sociedad, que un órgano de gobierno de carácter colegiado con distintas categorías de consejeros. En este último caso, resulta ineludible delimitar el objeto de la delegación y el reparto de poderes, deberes y responsabilidades entre los miembros del consejo, así como tomar en consideración la presencia mayor o menor de consejeros más o menos interesados en la adquisición (cabe pensar, por ejemplo, en la distinta posición que puede ocupar un consejero dominical frente a un consejero independiente). Sin olvidar factores tales como la configuración estatutaria del deber de diligencia o la retribución a percibir por el administrador implicado en la transacción, lo que podría alterar *de iure* o *de facto* su estándar de comportamiento exigible y previsible²².

²⁰ Los deberes y conflictos de interés de los bancos de inversión y otros asesores de M&A han sido objeto de especial tratamiento jurídico en los Estados Unidos, *vid.* BRATTON, W.W. y WACHTER, M.L., “Bankers and Chancellors”, en *Texas Law Review*, vol. 93, 2014, pp. 1-84, y la respuesta al anterior de TUCH, A.F., “Disclaiming Loyalty: M&A Advisors and Their Engagement Letters: In response to William W. Bratton & Michael L. Wachter, Bankers and Chancellors”, en *Texas Law Review*, vol. 93, 2015, pp. 211-229, *Id.*, “Banker Loyalty in Mergers and Acquisitions”, en *Texas Law Review*, vol. 94, 2016, pp. 1079-1154, así como la respuesta a este último de DEMOTT, D.A., “Fiduciary Breach, Once Removed”, en *Texas Law Review*, vol. 94, 2016, pp. 238-249; entre nosotros, *vid.* ALFARO, J., “Los conflictos de interés de los bancos de inversión y los deberes de los administradores”, en *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 8 de septiembre de 2015, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacendederecho.org/los-conflictos-de-interes-de-los-bancos-de-inversion-y-los-deberes-de-los-administradores>>.

²¹ A favor de la consideración de estos elementos en orden a evaluar la toma de decisiones empresariales, *vid.* HERNANDO CEBRIÁ, L., “The Spanish and the European Codification of the Business Judgment Rule”, en *ECFR*, vol. 15, 2018, pp. 62-63, y CASTAÑÓN MOATS, M., DENICOLA, P. y WITTMER, C., “The corporate director’s guide to overseeing deals”, en *HLS Forum on Corporate Governance*, entrada de blog de 28 de noviembre de 2022, disponible a fecha de publicación en: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2022/11/28/the-corporate-directors-guide-to-overseeing-deals/>> o, antes, entre nosotros, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., “El derecho-deber de información de los administradores como fundamento de la business judgement rule”, en *Las sociedades de capital: sus intereses y sus conflictos*, Valencia, 2022, p. 360.

²² Anterior a la reforma de 2014 y a favor de la modulación estatutaria del deber de diligencia, *vid.* ROBLES MARTÍN-LABORDA, A., “La limitación estatutaria de la responsabilidad de los administradores sociales frente a la sociedad”, en *RDM*, núm. 248, 2003, pp. 683-718, y HERNANDO CEBRIÁ, L., “La configuración estatutaria del deber de diligente administración”, en *RdS*, núm. 34, 2010, pp. 125-165. Tras la reforma, esa posibilidad se admite por la mayoría de los autores que han tenido ocasión de ocuparse del tema, excepción hecha, no obstante, de MUÑOZ GARCÍA, A., “La disponibilidad, “de lege lata”, del deber de diligencia de los administradores”, en JUSTE, J. y ESPÍN, C. (Coords.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, t. I, Cizur Menor, 2017, pp. 1023-1049. Sobre el papel ciertamente relevante que, en su caso, puede jugar el contrato de delegación del art. 249.3 LSC, *vid.*, una primera aproximación en MARTÍN ZAMARRIEGO, A., “Radiografía del artículo 249.3 LSC: breve estudio sobre la (ir)relevancia del *contrato* documentado de delegación, más allá de las cuestiones de orden remuneratorio”, en COHEN, A. y MUÑOZ, A. (Dir.), VIÑUELAS, M. (Coord.), *Deberes de los administradores de las sociedades de capital*, *cit.*, pp. 249-259. Por último, sobre la modulación del deber de diligencia en atención al carácter más o menos retribuido del cargo, por la aplicación analógica que, en su caso, quepa hacer del art. 1.726 CC y por la eventual aminoración que ello implique del estándar de dedicación adecuada que el art. 225.2 LSC contempla, *vid.* CABANAS TREJO, R., “Artículo 225”, en PRENDES CARRIL, P., MARTÍNEZ-

En segundo lugar, como es natural, la tipología de las sociedades involucradas también puede tener transcendencia tanto en la operativa de fusión como en la de adquisición. En lo que se refiere a la modificación estructural basta pensar, a efectos de ilustrar la importancia del tipo, en la (in)exigencia del informe de expertos sobre el proyecto de fusión (arts. 6 y 41 RDME). Respecto a las operaciones de adquisición, limitaciones estatutarias y convencionales al margen²³, el régimen legal de transmisión de participaciones sociales se parece poco al de las acciones y, en el caso de éstas, habrá que prestar atención igualmente al carácter abierto o cerrado de la sociedad, toda vez que la toma de control de sociedades cotizadas sigue sus propias reglas²⁴.

Queda decir, en tercer lugar, que el tamaño de las sociedades involucradas en la operación de M&A también resulta relevante a estos efectos, porque servirá, entre otras cosas, para determinar, por la vía presuntiva del art. 160.f) LSC y, con los efectos que ello puede llegar a tener, el carácter esencial, que quepa o no predicar de la operación con relación a cada sociedad involucrada²⁵. Por lo demás, se trata de una cuestión universal, ya que para mostrar su relevancia sobre los deberes de los administradores de la sociedad compradora vale con plantear un supuesto que se ha empleado en otras jurisdicciones y que cabe adaptar a nuestro ordenamiento²⁶.

EHEVARRÍA, A. y CABANAS TREJO, R. (Dir.), *Tratado de sociedades de capital*, t. I, Cizur Menor, 2017, p. 1347 y, sobre todo, GÓMEZ LIGÜERRE, C., “Retribución y responsabilidad de consejeros”, en HIERRO ANIBARRO, S. (Dir.), *Retribución de consejeros*, Madrid-Barcelona-Buenos Aires-São Paulo, 2020, pp. 819-821 y 839-840. Específico sobre retribución en operaciones de M&A, *vid.* BROUGHMAN, B., “CEO Compensation in Mergers and Acquisitions”, en *Brigham Young University Law Review*, vol. 2017, 2017, pp. 67-116.

²³ Cabría pensar en posibles restricciones estatutarias y convencionales (parasociales) que —sin llegar a ser nulas, ya sea por hacer prácticamente libre la transmisión voluntaria de las participaciones sociales o prácticamente intransmisible la acción, *ex arts.* 108.1 y 123.2 LSC — alteren en cierto modo el régimen legal supletorio de transmisión de las cuotas de participación social. Piénsese, por ejemplo, en la exigencia de una mayoría reforzada de votos para la disposición de participaciones sociales, en la prohibición de ostentar una participación en el capital por encima de un determinado porcentaje o en cláusulas restrictivas o limitativas de transmisibilidad de acciones.

²⁴ Sucintamente, en alusión a la adquisición de sociedades no cotizadas o negociadas en un sistema multilateral de negociación, con referencia a las distintas leyes de circulación de acciones y participaciones (en lectura de la legislación previgente, cuyo régimen en lo esencial no se ha visto alterado), dando cuenta de las posibles restricciones legales, estatutarias y convencionales, y haciendo alusión tanto a los regímenes de saneamiento, como a los pactos convencionales que a menudo se emplean para garantizar la pacífica posición, propiedad y plena disponibilidad de las cuotas de participación social adquiridas por el comprador, *vid.* HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa*, *op. cit.*, pp. 284-292, 381-385 y 610-613. Sobre la toma de control de sociedades cotizadas, *vid. Infra.* 5.

²⁵ Sobre los discutidos efectos que pueden llegar a tener las operaciones con activos esenciales no autorizadas por la junta, vale pensar, últimamente, en la SAP de Madrid (Sección 28ª) 392/2022 de 27 de mayo (ECLI:ES:APM:2022:8039) y en la más reciente SAP de Salamanca (Sección 1ª) 559/2022, de 6 de septiembre (ECLI:ES:APSA:2022:699), que incluye cita de las dos corrientes doctrinales y jurisprudenciales que hasta ahora se han venido enfrentando acerca de este delicado asunto. Para hacerse una idea del alcance que el enfrentamiento sobre el particular tiene en sede doctrinal, *vid.* PÉREZ MILLÁN, D., “La competencia de la junta general respecto de las operaciones sobre activos esenciales y el poder de representación de los administradores”, en JUSTE, J. y ESPÍN, C. (Coords.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, t. I, *cit.*, pp. 323-360 y la nutrida bibliografía allí referenciada de quienes niegan de plano o, hasta cierto punto, admiten la eficacia de las operaciones con activos esenciales no autorizadas por la junta (*cf.*, respectivamente, pp. 324-325, notas a pie núm. 1 y 2).

²⁶ El supuesto está inspirado en LAJOUX, A.R., “Role of the Board in M&A”, en *HLS Forum on Corporate Governance*, entrada de blog de 7 de septiembre de 2015, disponible a fecha de publicación en: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/09/07/role-of-the-board-in-ma/>>.

Póngase el caso de que dos sociedades (A y B) compiten por adquirir una tercera (C). La primera de las potenciales adquirentes es una gran sociedad (A), gobernada por un consejo de administración, que ha aprobado una estrategia general de expansión [art. 249 bis.b) LSC] y que ha venido adquiriendo de manera regular un cierto número de empresas competidoras, comparativamente más pequeñas, de un tamaño equivalente al de la sociedad *target* (C). Por el contrario, para la otra sociedad aspirante (B), una empresa mediana, de dimensiones similares a la que pretende adquirir, sería su primera operación. Adicionalmente, la salida de caja con que saldar el precio a pagar por la sociedad a adquirir (C) no es esencial para la primera (A), ni cualitativa ni cuantitativamente, pero sí lo es para la segunda (B), ya que la inversión requerida supera el umbral de la presunción del 25 por 100 de los activos que figuren en el último balance aprobado [art. 160.f) LSC]²⁷. Asimismo, los consejeros delegados de las potenciales compradoras (A y B) son quienes de forma más activa están interviniendo en la operación, lo que plantea la cuestión de si no sería distinto el estándar de conducta exigible y previsible de los restantes consejeros de ambas sociedades. La pregunta en términos de exigibilidad requiere más atención, pero en términos de previsibilidad se responde prácticamente sola²⁸.

A fin de cuentas, no puede olvidarse que los elementos de juicio mencionados, aunque sean los más evidentes, no son los únicos a considerar en un supuesto dado y que, obviamente, la amplia casuística y las implicaciones de técnica jurídica inherentes a los diferentes procedimientos de transferencia de control de empresa impiden la realización de un análisis pormenorizado de las distintas manifestaciones que los deberes de los administradores de diligencia —hecha la cuenta de sus tres componentes: legalidad, dedicación e información— y de lealtad pueden tener en cada concreta operación de transferencia de control²⁹.

2.3. Todos los caminos conducen, pero no solo, a la discrecionalidad empresarial

El hilo conductor del comportamiento de los administradores en las operaciones de M&A ha de inferirse de una lectura integradora de los deberes prestacionales concretos, ya sean de orden

²⁷ A favor de la eventual consideración de una salida de caja como operación esencial, en el sentido técnico del art. 160.f) LSC, *vid.*, por ejemplo, GIMENO BEVIÁ, V., *Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa*, Cizur Menor, 2017, p. 222, nota a pie núm. 262.

²⁸ Desde la perspectiva del Derecho norteamericano se plantea en un sentido muy similar la pregunta de cuándo necesita el directivo de una empresa (*corporate officer*) notificar u obtener una autorización explícita del consejo de administración para vender una empresa o para firmar un contrato de compra, *vid.* COATES IV, J.C., “Mergers, Acquisitions and Restructuring: Types, Regulation, and Patterns of Practice”, en *Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, 781, 7, 2014, p. 9, nota a pie núm. 20, y cita, al respecto, de la jurisprudencia de los tribunales de Delaware. Sobre el particular, en lo que a nuestro sistema jurídico respecta, cabría pensar que será competencia del consejo la adquisición o venta de activos significativos para los que no se requiera autorización de la junta, el lanzamiento de una OPA y la propuesta de adopción de acuerdos, que impliquen modificaciones estructurales como la fusión, *vid.* ALFARO, J., “Artículo 226”, en JUSTE, J. (Coord.), *Comentario de la Reforma del Régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, Cizur Menor, 2015, p. 332. Si bien, desde el punto de vista de la sociedad A, cabría preguntarse sobre la posibilidad de que fuera el consejero delegado quien, cumpliendo con el plan estratégico general diseñado por el consejo *ex art.* 249 bis.b) LSC y sin recabar al efecto su aprobación *ad hoc*, decidiese sobre la operación, por otra parte, no esencial en los términos del art. 160.f) LSC. Sobre el grado de involucramiento de los miembros meramente deliberantes del consejo en las operaciones de M&A, *vid.*, últimamente y con apoyo en otras fuentes, AFSHARIPOUR, A., “Bias, identity and M&A”, en *Wisconsin Law Review*, vol. 2020, 2020, pp. 475-477.

²⁹ Adicionalmente, cabría pensar en otras particularidades tales como el número de socios, el grado de dispersión de la propiedad de las cuotas de participación social o el sector económico (en su caso, regulado) en que la sociedad desarrolle su actividad.

legal o convencional, aplicables a lo largo de las diferentes fases que componen el proceso de la operación, con el sistema de deberes de conducta³⁰, diligente³¹ y leal³², que los artículos 225 y 227 de la LSC contemplan, respectivamente, a modo de cláusulas generales y de forma pretendidamente abierta³³.

³⁰ Para una distinción entre los deberes de concretos prestación y los deberes generales de conducta (*verhaltenspflichten*), vid. LARENZ, K., *Derecho de obligaciones*, t. I, Madrid, 1952, pp. 18-22 (traducción y notas de J. SANTOS BRIZ).

³¹ Sobre el deber de diligencia, a contar desde la reconfiguración que trajo consigo la reforma para la mejora del gobierno corporativo operada por la Ley 31/2014, vid. ALFARO, J., “Artículo 225”, en JUSTE, J. (Coord.), *Comentario de la Reforma del Régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, Cizur Menor, 2015, pp. 313-324; CABANAS TREJO, R., “Artículo 225”, *op. cit.*, pp. 1343-1354; HERNANDO CEBRIÁ, L., “El deber general de diligencia: artículo 225”, en HERNANDO CEBRIÁ, L. (Coord.), *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital: adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo*, Barcelona, 2015, pp. 59-104; LLEBOT, J.O., “El deber de diligencia (art. 225.1 LSC)”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dir.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Cizur Menor, 2016, pp. 317-343, y MAMBRILLA, V., “Las concretas manifestaciones del deber general de diligencia de los administradores”, en *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, *cit.*, pp. 345-381.

³² Sobre el deber de lealtad, vid. PAZ-ARES, C., “Anatomía del deber de lealtad” en Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada, *cit.*, pp. 425-458; PORTELLANO DÍEZ, P., El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés, Cizur Menor, 2016; ID., “El deber de evitar situaciones de conflicto de interés: entre la imperatividad y la dispensa [arts. 229, 230 y 529 ter.1.h) LSC]”, en Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada, *cit.*, pp. 459-561; y EMPARANZA, A., “El deber de lealtad de los administradores y de evitar situaciones de conflicto”, en EMPARANZA, A. (Dir.), *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital*, Madrid-Barcelona-Buenos Aires-São Paulo, 2016, pp. 137-158.

³³ La teoría del Derecho distingue entre reglas (*rules*) y principios o estándares (*standards*). Las reglas, en cuanto que prescriben o prohíben conductas específicas de forma detallada y específica, presuponen un elevado esfuerzo previo de concreción llamado a ser realizado *ex ante* por el legislador, pero reducen considerablemente el esfuerzo interpretativo *ex post* del operador jurídico que esté llamado a aplicarlas. Es más, en grado sumo, la aplicación de las reglas no requerirá de ningún esfuerzo intelectual de valoración para su aplicación. Los principios o estándares, en cambio, contemplan supuestos más generales y abstractos y prestan una utilidad distinta. Su función es la de integrar el sistema normativo y la de servir de criterio, orientación o guía en los juicios de valor que los operadores jurídicos podrían estar llamados a realizar ante situaciones de hecho no contempladas en reglas. A partir de esta distinción, avalada desde distintos enfoques, entre otros muchos, por ATIENZA, M y MANERO, J.R., “Sobre principios y reglas”, en *Doxa: Cuadernos de Filosofía del Derecho*, núm. 10, 1991, pp. 101-120, o por KAPLOW, L., “Rules versus Standards: An Economic Analysis”, en *Duke Law Journal*, vol. 42, 1992, pp. 557-629, cabría considerar, por un lado, que el artículo 227 LSC contempla el deber de lealtad a modo de cláusula general y de forma pretendidamente abierta, es decir, a modo de estándar, mientras que los artículos 228 y siguientes del mismo cuerpo legal enumeran una serie limitada de supuestos de deslealtad de una forma que cabría suponer mucha más próxima a la de una regla. La opción legislativa seguida por el legislador español, de acuerdo, entre otros, con PAZ-ARES, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *op. cit.*, p. 444, no debería presentar problemas siempre y cuando se admita que el deber de lealtad contemplado a modo de cláusula general en el artículo 227 seguirá siendo aplicable sobre aquellos supuestos que, cayendo bajo su ámbito de aplicación, no hayan sido previstos *ex ante* de forma pormenorizada en los preceptos subsiguientes. El deber de diligencia, por su parte, también ha sido contemplado a modo de cláusula general en el art. 225 LSC, por lo que su aplicación requerirá, normalmente, de un considerable esfuerzo valorativo. Razón, ésta, que ha servido para alimentar la crítica contra la opción legislativa de configurar tan abiertamente el deber de diligencia de los administradores sociales, *vid.*, en este sentido, GARCÍA MANDALONIZ, M., “Inconcreción del deber de diligente administración, disposición del régimen de responsabilidad e inclusión de la regla de la discrecionalidad empresarial (artículos 225 y 226 de la ley de sociedades de capital)”, en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA (Dir.), *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Cizur Menor, 2015, pp. 381-382. Si, con todo, se admite la disponibilidad del deber de diligencia, habría que considerar el recorrido de reglamentación y de concreción *ex ante* que puede jugar su eventual configuración voluntaria, en este sentido, *vid. Supra* nota a pie núm. 22.

Pues bien, desde la reforma operada por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, el Derecho de sociedades español, guiado por la idea de erradicar la apropiación indebida o desleal y de prevenir la gestión indebida o negligente, define con mayor nitidez el contenido caracterizador de los dos deberes generales de conducta que recaen sobre los administradores —diligencia y lealtad— y, bajo el influjo del modelo estadounidense, contempla para el primero (*duty of care*) una regla de revisión más deferente que para el segundo (*duty of loyalty*)³⁴.

En definitiva, se trata de que el comportamiento de los administradores de las sociedades de capital, en el ejercicio de sus funciones, se desarrolle con arreglo al patrón general de conducta que quepa esperar de un empresario diligente y de un representante leal y, al mismo tiempo, de que el temor al que se expone el administrador prudente y cuidadoso de incurrir en responsabilidad por el resultado potencialmente adverso de los negocios que está llamado a emprender no encarezca o desincentive desmedidamente el valor de iniciativa empresarial, por definición, arriesgada y susceptible de fracasar³⁵.

De esta suerte, la *business judgement rule*, recogida en nuestro ordenamiento (art. 226 LSC) como protección de la discrecionalidad empresarial³⁶, constituirá, en línea de principio y en ausencia de deslealtad³⁷, la regla de evaluación natural del deber de diligencia de los administradores en

³⁴ Vid. COOTER, R. y FREEDMAN, B.J., “The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences”, en *New York University Law Review*, vol. 66, 1991, p. 1047, entre nosotros, PAZ-ARES, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *op. cit.*, pp. 427.

³⁵ Vid. PAZ-ARES, C., Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo, *op. cit.*, esp., pp. 25-28.

³⁶ Sobre la *business judgement rule* en general, entre otros muchos, *vid.* EISENBERG, M.A., “The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law”, en *Fordham Law Review*, vol. 62, 1993, pp. 437-468; FLEISCHER, H., “La “Business Judgment Rule” a la luz de la comparación jurídica y de la economía del Derecho”, *op. cit.*, pp. 1727-1754; y BAINBRIDGE, S.M., “The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine”, en *Vanderbilt Law Review*, vol. 57, 2004, pp. 83-130. Sobre la recepción y ulterior positivización en España de la *business judgement rule*, entre otros, *vid.* ALFARO, J., “Artículo 226”, *op. cit.*, pp. 325-360; CABANAS TREJO, R., “Artículo 226”, en *Tratado de sociedades de capital*, *cit.*, pp. 1354-1366; EMBID, J.M., “La protección de la discrecionalidad empresarial: artículo 226”, en *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital*, *cit.*, pp. 105-133; GUERRERO, C., “La protección de la discrecionalidad empresarial en la Ley 31/2014, de 3 de Diciembre”, en *RDM*, núm. 298, 2015, pp. 147-182; RECALDE, A., “Modificaciones en el régimen de diligencia de los administradores”, en EMPARANZA, A. (Dir.), *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital*, Madrid-Barcelona-Buenos Aires-São Paulo, 2016, pp. 245-275; ID., “La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial (business judgement rule)”, en GONZÁLEZ, M.B. y COHEN, A. (Dirs.), *Derecho de sociedades: Revisando el derecho de sociedades de capital*, Valencia, 2018, pp. 1185-1213; RONCERO, A., “Protección de la discrecionalidad empresarial y cumplimiento normativo”, en *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, II, *cit.*, pp. 383-423; HERNANDO CEBRIÁ, L., “The Spanish and the European Codification of the Business Judgment Rule”, *op. cit.*, pp. 41-68; y JUSTE, J., “Artículo 226. Protección de la discrecionalidad empresarial”, en GARCÍA-CRUCES, J.A. y SANCHO GARGALLO, I. (Dir.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, t. III. *La junta general La administración de la sociedad*, Valencia, 2021, pp. 3104-3116. Previamente, también entre nosotros, *vid.* GUERRA, G., *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses: Su Influencia en el Movimiento de Reforma del Derecho Europeo*, Cizur Menor, 2003, pp. 435-443; HERNANDO CEBRIÁ, L., *El deber diligente de administración en el marco de los deberes de los administradores: La Regla del –buen– juicio empresarial*, Madrid-Barcelona-Buenos Aires, 2009, pp. 99-158; GUERRERO, C., *El deber de diligencia de los administradores en el gobierno de las sociedades de capital: la incorporación de los principios de la “business judgment rule” al ordenamiento español*, Cizur Menor, 2014, *passim*.

³⁷ Lo expuesto no equivale a decir que cualquier incumplimiento del poliédrico deber de lealtad suponga la inaplicación de la *business judgement rule*. Claro está que siendo la ausencia de conflictos de interés uno de los presupuestos positivos para su aplicación, la presencia de un conflicto de esta clase como ejemplo claro de deslealtad manifiesta [*ex arts.* 228.e) y 229 LSC] operará, a *sensu contrario*, como presupuesto negativo para su

el marco de las operaciones de transferencia de control, en cuanto que decisiones estratégicas y de negocio.

Con mayor precisión, el procedimiento de revisión judicial del deber de diligencia de los administradores en una operación dada de fusión o de adquisición de empresas dependerá del margen de discrecionalidad del que los gestores hubieran dispuesto a la hora de decidir, de forma que cuando proceda evaluar el comportamiento de un administrador en un procedimiento de adquisición exhaustivamente regulado y, por tanto, escasamente discrecional la vara de medir será diferente a cuando corresponda revisar una decisión estratégica o de negocio, sujeta a cierto margen de discrecionalidad, por tratarse de un procedimiento menos tasado. En el primer caso, una actuación contraria a la normativa será de suyo antijurídica y presumiblemente culpable, de acuerdo con el art. 236.1, párrafo segundo, LSC³⁸, mientras que la cosa cambia en el segundo supuesto, habida cuenta de que las decisiones discrecionales, informadas y desinteresadas podrán quedar cubiertas por la *business judgement rule* y presumirse diligentes³⁹.

aplicación. En cambio, en algún supuesto marginal, el incumplimiento no doloso del deber de lealtad en otras de sus manifestaciones no exhaustivamente reguladas, como paradigmáticamente puede suceder con el deber de guardar secreto del art. 228.c) LSC en su ponderación —irremediablemente discrecional— con el deber de informar que también puede recaer sobre los administradores [en aplicación, por ejemplo, del deber de informar *in contrahendo* que deriva del más general de la buena fe, del deber de informar sobre el proyecto de fusión del art. 5 RDME o de los deberes de informar a los socios y a otros administradores de los arts. 196-197, 225.3 LSC], sí que podría quedar cubierto por la mentada regla, *vid.* RECALDE, A., “Modificaciones en el régimen del deber de diligencia de los administradores; la *business judgement rule*”, *op. cit.*, p. 269; ID., “La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial (*business judgement rule*)”, *op. cit.*, pp. 1199. Una relación más detallada de supuestos en los que, no obstante su deber de secreto, el órgano de administración puede divulgar información en: FELIU, J., “El deber de secreto de los administradores (artículo 232 de la Ley de Sociedades de Capital)”, en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA (Dir.), *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Cizur Menor, 2015, pp. 643-645, comentando la vieja norma, y, más recientemente, VIVES, F., “El deber de secreto de los administradores sociales”, en *RDBB*, núm. 167, 2022, pp. 36-46. En el plano comparado, sobre el juego de la *business judgement rule* con respecto al deber de lealtad, *vid.* BAINBRIDGE, S.M., “The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine”, *op. cit.*, p. 88, nota a pie núm. 30.

³⁸ *Vid.*, no obstante, una interesante aproximación acerca de los muchos matices que puede presentar este deber llamado unas veces de “legalidad” y otras de “complimiento normativo”, así como, en particular, algunas reflexiones acerca del juego que puede dar la presunción de antijuricidad del art. 236.1. párrafo segundo, LSC, según sea el ámbito de aplicación de normativa incumplida de vocación interna o externa, en NAVARRO FRÍAS, I., “El deber de legalidad de los administradores sociales”, en *RDM*, núm. 311, 2019, pp. 188-191. Más reciente, *vid.* PAZ-ARES, C., “¿Existe un deber de legalidad de los administradores?”, en García-Cruces, J.A. (Coord.), *De Iure Mercatus. Libro Homenaje al Prof. Dr. h. c. Alberto Bercovitz Rodríguez Cano*, Tirant lo Blanch, 2023, pp. 2395-2396.

³⁹ El alcance de la presunción de diligencia no está resuelto, ya que al respecto existen varias posturas. En un extremo, la que entiende que la concurrencia de los presupuestos positivos de aplicación de la *business judgement rule* opera como una presunción *iuris tantum* de haber actuado diligentemente y, en el otro, la que entiende que la concurrencia de los presupuestos de aplicación de la regla opera como una presunción *iuris et de iure*. Según la tesis del *iuris tantum*, cabría considerar que los administradores sociales, excepcionalmente, podrían responder por decisiones irracionales o disparatadas, aunque hubieran sido adoptadas con arreglo a la regla de la discrecionalidad empresarial. Según la tesis del *iuris et de iure*, no. El controvertido debate ha recibido el interés de la doctrina científica. En este sentido, aunque previo a la reforma, *vid.* HERNANDO CEBRIÁ, L., *El deber diligente de administración en el marco de los deberes de los administradores*, *op. cit.*, pp. 156-157, y posterior a la Ley 31/2014, *vid.* ALFARO, J., “Artículo 226”, *op. cit.*, p. 327, quien se ha posicionado a favor de la tesis del *iuris et de iure*, al sostener que el cumplimiento de los requisitos evita el juicio de diligencia, en el sentido de que actuar conforme a la *business judgement rule* desactiva el parámetro general de diligencia y exime a los administradores de su responsabilidad por haber tomado decisiones, incluso, negligentes, aunque lo cierto es que entiende que las decisiones irracionales o disparatadas caerán fuera del ámbito de aplicación de la regla del buen juicio empresarial por ser contrarias a la buena fe (Ibíd., pp. 332-333). En el lado de la opinión contraria, por un lado, no conforme con la idea de que las decisiones disparatadas son de suyo incompatibles con la concurrencia de los presupuestos de positivos de aplicación de la *business judgement rule* y, por otro, favorable a que la concurrencia de los presupuestos positivos de la regla de la discrecionalidad empresarial opera únicamente a modo de presunción *iuris*

Naturalmente, aunque el margen de discrecionalidad admita graduaciones, según el procedimiento de adquisición, resulta insoslayable la circunstancia de que las operaciones de transferencia de control constituyen el prototipo de decisión estratégica y de negocio, sujeta a la regla de discrecionalidad empresarial. Conforme a esta regla, en línea de principio, el administrador no responderá del resultado de la adquisición si ha actuado de buena fe, sin interés personal, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado⁴⁰.

Lo expuesto, naturalmente, no es óbice para que el deber de lealtad pierda protagonismo en este tipo de operaciones, dado que constituyen terreno abonado para la aparición de conflictos de interés fácilmente imaginables⁴¹. Si bien, la eventual deslealtad que pudiera caracterizar la conducta de un administrador social en una operación de M&A, cuando no haya podido evitarse a tiempo por medio de los mecanismos preventivos que se contemplan en la LSC, deberá ser evaluada con arreglo a una lógica distinta, menos deferente y tendencialmente más próxima al *entire fairness test*⁴².

tantum, vid. RECALDE, A., “Modificaciones en el régimen de diligencia de los administradores”, *op. cit.*, pp. 269-274. En un plano distinto, admitiendo que la exégesis del art. 226 LSC sugiere una lectura más acorde con la presunción *iuris et de iure*, pero poniendo en mejor valor su alternativa, a modo de propuesta de política jurídica, vid. RONCERO, A., “Protección de la discrecionalidad empresarial y cumplimiento del deber de diligencia”, *op. cit.*, pp. 407-408. Una exégesis de este debate en JUSTE, J., “Artículo 226. Protección de la discrecionalidad empresarial”, *op. cit.*, pp. 3105-3108.

⁴⁰ Salvedad hecha, no obstante, de que los administradores tuvieran expresamente prohibido decidir sobre alguna clase de inversión o desinversión. Como es natural, el incumplimiento de una expresa obligación de no hacer quedaría al margen de la aplicación de la *business judgement rule*. De acuerdo con esto y, en lo demás, con el carácter paradigmáticamente estratégico de las operaciones de transferencia de control de empresas, en su articulación mediante compraventa, vid. ALFARO, J., “Artículo 226”, *op. cit.*, pp. 330-332. La gestión de las modificaciones estructurales incumbe también, pese al marco normativo que las regula, decisiones discrecionales amparadas por la *business judgement rule*. Coincidentemente, con alusión explícita a la decisión sobre la relación de canje, vid. RECALDE, A., “La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial (business judgement rule)”, *op. cit.*, p. 1199, y RONCERO, A., “Protección de la discrecionalidad empresarial y cumplimiento del deber de diligencia”, *op. cit.*, p. 412. En su aplicación a la situación de crisis de la sociedad, que podría ser propia de una situación de adquisición en *distress*, vid. RECAMAN, E., “La protección de la discrecionalidad empresarial en la sociedad en crisis”, en GONZÁLEZ, M.B. y COHEN, A. (Dir.), *Derecho de sociedades. Cuestiones sobre órganos sociales*, Valencia, 2019, pp. 747-767.

⁴¹ En el marco del deber de lealtad, el tema de los conflictos de intereses que pueden afectar a los administradores de las sociedades involucradas en una operación de M&A ha sido prolijamente examinado en la literatura extranjera, vid., a modo de simple muestra, un resumen del estado de la cuestión, con cita de varios estudios relevantes, AFSHARIPOUR, A., “A Shareholders’ Put Option: Counteracting the Acquirer Overpayment Problem”, *Minnesota Law Review*, vol. 96, 2012, pp. 1034-1038, entre nosotros, vid. PAZ-ARES, C. y NÚÑEZ-LAGOS, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, pp. 285-318.

⁴² Sobre los mecanismos preventivos que cumple la regulación del deber de lealtad en su manifestación elemental de evitar conflictos de interés, vid., entre nosotros, la distinción entre las funciones admonitoria, prohibitiva y de garantía, así como su aproximación al *entire fairness test* como criterio de eventual revisión judicial, que realiza PORTELLANO, P., “El deber de evitar situaciones de conflicto de interés: entre la imperatividad y la dispensa”, *op. cit.*, pp. 476-503.

3. Los deberes de los administradores en las operaciones de adquisición privada

3.1. Los deberes *in contrahendo* durante la fase de tratos preliminares

a. De deberes de parte a deberes del administrador

El inicio de una operación de adquisición privada de empresa, es decir, aquella que no se realiza en un mercado bursátil⁴³, puede corresponder a la iniciativa de cualquiera de los actores involucrados, bien a la del órgano de administración de la potencial compradora, que *motu proprio* o a instancias de su junta se dirija al socio de control o a los administradores de la sociedad *target*, bien a la de estos últimos, propietarios o gestores, porque desean vender la empresa o aspiran a deshacerse de una unidad de negocio, ya sea mediante un proceso de negociación exclusiva (*one-to-one*) o de subasta privada (*beauty contest*).

El ámbito de libertad de que disponen las partes a la hora de formular la negociación es tan amplio como permite la aplicación de las normas generales de Derecho privado patrimonial. Sin embargo, existen ciertas prácticas de mercado que, a fuerza de repetirse y de revelarse adecuadas, han terminado por estandarizar, al menos en cierto grado, el proceder habitual de los operadores en los procedimientos de adquisición, de manera que la atipicidad legal no oculta una tipicidad social, que podría llegar a considerarse como costumbre mercantil. Por ello, dentro del amplio espectro que la flexibilidad comercial ofrece para un empresario ordenado con ambiciones de vender o adquirir una empresa de cierta envergadura y, por extensión, para el órgano de administración que asume en nombre de la empresa social obligaciones frente a terceros, la conducta razonable será comenzar este proceso recabando la información pertinente y cubriendo en lo posible los riesgos habitualmente presentes desde este estadio preliminar. Estadio que, como tal, recibe el nombre de tratos preliminares y que puede tener una inicial materialización documental básica, en la que las partes únicamente manifiesten la obligación de negociar de buena fe la adquisición de la empresa, llamada carta de intenciones (*Letter of Intent*, abreviada *LoI*).

La eficacia de las cláusulas habitualmente dispuestas en este documento preliminar —sin que el nombre lleve a engaño, a menudo vinculante— no es siempre coincidente. Estos textos podrán contener un variado espectro de declaraciones, que van desde el mero deseo o intención de iniciar o continuar unas negociaciones hasta el compromiso de alcanzar un acuerdo definitivo. Entre otras cosas, podrá contener también, con mayor o menor grado de delimitación y detalle, el mecanismo que las partes se han propuesto seguir para la determinación del precio, así como

⁴³ La expresión “adquisición privada” o “adquisición pública” no tiene que ver con el carácter particular o estatal de los actores, sino con la naturaleza bursátil de la operación y la terminología anglosajona que domina el mercado de adquisiciones. En el primer caso, se trata de la adquisición de una empresa, cuyas acciones no están admitidas a negociación en un mercado bursátil, cuando la compraventa se realiza mediante la transmisión de las cuotas de participación en el capital, ya se trate de acciones o de participaciones (*share deals*), aunque en este último caso sin necesidad de realizar tal distinción, dado que las participaciones no son valores, pero también se incluye dentro de esta modalidad de adquisición privada la compraventa de elementos patrimoniales del balance de la empresa o de activos y pasivos (*asset deals*). Por su parte, la llamada adquisición pública comprende la compraventa de una empresa cotizada en un mercado regulado o negociada en un sistema multilateral de negociación.

las reglas con arreglo a las cuales desean ordenar el proceso negociador⁴⁴. Junto a la determinación del objeto potencial del negocio, del mecanismo de cálculo de precio y del calendario de la operación, pueden incluirse las condiciones suspensivas (*conditions precedent*) que se tengan por convenientes, como la obtención de autorizaciones administrativas o de un resultado positivo en el procedimiento de *due diligence*, sin olvidar las obligaciones de no hacer (*restrictive covenants*) y otros pactos operativos, de confidencialidad, exclusividad, prohibición de competencia, indemnidad o distribución de costes⁴⁵.

En el diseño de esta serie de pactos, el administrador deberá actuar guiado por el mejor interés de la sociedad involucrada, puesto que, una vez configurados deberá someterse a aquellos (art. 1.091 CC), en cambio, mientras no existan, habrá que estar a la concreción, en absoluto sencilla, de los principios generales del Derecho a las circunstancias particulares de la relación negocial. En este estadio, previo a la confección de los acuerdos preparatorios, el estándar de comportamiento de las partes vendrá marcado por los deberes *in contrahendo* derivados de la aplicación contextual del principio general de buena fe (art. 7.1 CC) en la etapa más preliminar de la negociación del contrato⁴⁶, del que podrían derivarse hasta cuatro deberes *in contrahendo*: el deber de información, el deber de confidencialidad, el deber de no abandonar injustificadamente la negociación y el deber de conservación⁴⁷.

⁴⁴ El Tribunal Supremo ha tenido ocasión de calificar de distinta forma, a veces, como contrato, otras, como precontrato y, otras, como meros tratos preliminares, diferentes documentos denominados como “carta de intenciones”, *vid.*, con cita de varias resoluciones, PARRA, M.Á., “Promesa de compraventa, precontrato y cartas de intenciones en la jurisprudencia”, en CARRASCO, Á. (Dir.), *Tratado de la compraventa: Homenaje a Rodrigo Bercovitz*, Cizur Menor, 2013, pp. 423-434.

⁴⁵ Sobre el contenido habitual de las cartas de intenciones y su análisis jurídico, *vid.* CARRASCO, Á., *Derecho de contratos*, 3ª ed., Cizur Menor, 2021, pp. 93-131.

⁴⁶ Aunque existen posiciones enfrentadas acerca del fundamento normativo último (contractual o extracontractual) que justifica la eventual responsabilidad precontractual de los tratantes, lo cierto es que la doctrina tiende a admitir que la buena fe no solamente genera deberes de conducta entre las partes en la fase de ejecución del contrato (arts. 1.258 CC y 57 CCo), sino también en una etapa previa de confección o elaboración de los tratos preliminares por aplicación del principio general del art. 7.1 CC. En este sentido, sin ánimo de exhaustividad, *vid.*, por ejemplo, con cita de muchos, GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, Madrid, 1994, p. 18, notas a pie núm. 35 a 39, y LLOBET I AGUADO, J., *El deber de información en la formación de los contratos*, Madrid, 1996, pp. 38-40. En puridad los deberes *in contrahendo* derivados de la buena fe incumben directamente a la sociedad tratante, en cuanto que sujeto de Derecho, y solo mediatamente a sus administradores sociales, pero serán éstos quienes verdaderamente puedan (y, además, quienes indirectamente deban) procurar el cumplimiento de tales deberes, así como de cualquier otra norma que el ordenamiento jurídico imponga a la sociedad. Esta idea concilia con la dimensión externa del deber de diligencia que obliga al administrador a procurar el cumplimiento de la normativa por parte de la sociedad, *vid.*, sobre el particular, NAVARRO FRÍAS, I., “El deber de legalidad de los administradores sociales”, *op. cit.*, 185-190.

⁴⁷ Una parte importante de la doctrina civilista habla de culpa *in contrahendo* y engloba estos cuatro deberes bajo un genérico deber de lealtad que cada parte negociadora guarda para con la otra, *vid.*, por ejemplo, PANTALEÓN, F., “Responsabilidad precontractual: propuestas de regulación para un futuro Código Latinoamericano de Contratos”, en *ADC*, t. LXIV, 2011, pp. 897-929, y ASÚA, C.I., “Responsabilidad en la formación del contrato (Responsabilidad precontractual)”, en PARRA, M.Á. (Dir.), *Negociación y perfección de los contratos*, Cizur Menor, 2014, p. 147. En el contexto que nos ocupa, donde se superponen dos relaciones, la de una sociedad con la otra y la de cada administrador con su sociedad, cabría diferenciar dos deberes de lealtad, uno para cada plano, que atienden a lógicas distintas. Para evitar confusiones, se evitará esta denominación. En el marco del M&A en sentido amplio, sobre estos cuatro deberes, aunque para la fusión o para la PYME, respectivamente, *vid.* MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: preparación, adopción e impugnación de acuerdos*, Granada, 2010, pp. 46-47 y 63-70, y HERNANDO CEBRIÁ, L., “Contenido del contrato de compraventa y de otras transmisiones de PYMES”, en HERNANDO CEBRIÁ, L. (Dir.), *La compraventa y otras formas de transmisión de pequeñas y medianas empresas*, Barcelona, 2014, pp. 180-190 y las fuentes allí referenciadas. También, con oportunas referencias jurisprudenciales, *vid.* CAPILLA, A., “Los tratos preliminares, cartas de intenciones, ofertas vinculantes

Estos cuatro deberes recaen directamente sobre las partes negociadoras, pero cuando éstas sean sociedades también lo harán, aunque de forma mediata, sobre los administradores que actúen en su nombre. De esta manera, el principio de buena fe, que en sede de tratos preliminares se impone a cualquier negociante, deberá conjugarse con el modelo cualificado de conducta que la legislación societaria impone a los administradores (arts. 225 y 227 LSC)⁴⁸.

b. El deber de información

No existe por norma un deber que imponga a una parte contratante la obligación de revelar información sobre el objeto de contratación a la contraparte, dado que la regla general es la opuesta, cada parte deberá procurarse la información que estime relevante para sus intereses. No obstante, la regla admite excepciones, que permiten reconocer un deber de información *in contrahendo*⁴⁹.

Este deber de información *in contrahendo* podría llegar a imponer a la sociedad vendedora y a sus administradores el deber de proporcionar a la compradora de forma veraz los datos que sean esenciales para la formación de su voluntad, ayudando a los administradores de la compradora a cumplir con su propio deber de diligencia a la hora de informarse (regla de *caveat emptor*)⁵⁰.

La ausencia de un reconocimiento legal expreso de este deber⁵¹, una jurisprudencia variable en su apreciación y la escasez de pronunciamientos doctrinales hacen que no siempre sea fácil apreciar su existencia, ni, menos aún, perfilar con nitidez sus contornos, sobre todo, en operaciones de M&A. En la práctica la consideración de este deber podría justificarse cuando

y no vinculantes. Su problemática contenciosa”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas, cit.*, pp. 133-139.

⁴⁸ En supuestos de relaciones no comerciales en que intervengan sujetos que no sean empresarios, el modelo de conducta con arreglo al que se medirán los comportamientos de las partes negociantes será el, menos exigente, que cabe extraer de nuestro Código civil (arts. 1.104 y 1.258 CC).

⁴⁹ Existe un cierto consenso en que el principio de la buena fe no exige informar siempre al contrario, dada la obligación de las partes de informarse, cosa distinta es que de esa misma buena fe puedan extraerse deberes precontractuales de información, *vid.* MAZA, I. DE LA, “Casos realmente difíciles: los deberes precontractuales de información y las consideraciones de eficiencia”, en *ADC*, t. LXIII, 2010, p. 1696; GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, Madrid, 1991, pp. 46-47; BASOZABAL, X., “En torno a las obligaciones precontractuales de información”, en *ADC*, t. LXII, 2009, p. 649; y, proponiendo argumentos para alterar en cierto sentido el peso relativo de la regla-excepción, *vid.* GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información, op. cit.*, 12-26. El Derecho estadounidense en este ámbito es similar al Derecho continental y lo mismo se puede predicar del Derecho inglés, donde el principio de la buena fe (*good faith*) y ciertas consideraciones de índole moral (*fairness*) han servido para admitir excepciones al *no-duty to disclose* en el marco de la institución allí conocida como *misrepresentation*, *vid.* MUSY, A.M., “The Good Faith Principle in Contract Law and the Precontractual Duty to Disclose: Comparative Analysis of New Differences in Legal Cultures”, en *Global Jurist Advances*, vol. 1, 2001, *passim*.

⁵⁰ Lo que, por cierto, implica la exigencia previa de hacerse con la información que debe ser luego transmitida. Para informar hay que estar previamente informado, algo inherente al estándar de diligencia del llamado a ocupar la posición orgánica propia del administrador social. Desde un plano más general, a favor del deber previo de informarse para informar, *vid.* GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información, cit. sup.*, p. 82, y LLOBET I AGUADO, J., *El deber de información en la formación de los contratos, op. cit.*, pp. 118-119.

⁵¹ El art. 1243 de la Propuesta de modernización del Código Civil en materia de obligaciones y contratos de 2023, aunque por remisión a otros deberes de naturaleza legal o derivables de la buena fe y de forma ciertamente vaga, sí que contempla un deber precontractual de informar.

exista una especial relación de confianza entre las partes, pero también cuando no pueda exigirse al comprador el deber de informarse.

La existencia de una especial relación de confianza entre las partes se aprecia, fundamentalmente, en atención a tres criterios: la relación previa de las partes, la naturaleza del contrato y la información entregada por la contraparte⁵². Los dos primeros criterios son de dudosa aplicación a las operaciones de M&A. El primero de ellos, porque la relación previa de las partes solo se da en relaciones de confianza legítima, que no son parangonables a esta clase de operaciones (vgr. la relación que une a un abogado con su cliente); y, el segundo, la naturaleza del contrato, porque solo se admite cuando el fin perseguido por los contratantes es común (contratos de colaboración, *joint venture* o sociedad), lo que no parece que exista en un contrato de intercambio en el que los intereses de las partes son de suyo contrarios. El tercero de los criterios considerados puede plantear mayores problemas de determinación, dado que solo puede valorarse a partir de las circunstancias de hecho que permitan imputar el riesgo de la desinformación no ya a quien no se procuró la suya, sino a quien generó en el contratante mal informado una representación falsa o meramente aparente de la realidad de las cosas.

Por tanto, este tercer criterio en determinados casos podría justificar la existencia de un deber de información *in contrahendo* en esta clase de operaciones, pero junto a ésta existe otra razón que, llegado el caso, podría valer para exigir un deber de información a los administradores de la vendedora, fundada, precisamente, en evitar la inconsistencia que supondría imputar a la parte compradora la ignorancia sobre datos que no le son en modo alguno accesibles desde el mismo inicio de las negociaciones en una operación prototípica de M&A.

En efecto, la regla que impone al comprador el deber de informarse, manifestación de su propia diligencia (*caveat emptor*), podría llegar a ser excepcionada por la posición negociadora que una parte tiene frente a la otra, en el bien entendido de que el hipotético vendedor, por evidentes razones de proximidad, tendrá a su alcance mucha más información sobre la empresa que vaya a ser objeto de negociación, al tiempo que el futuro comprador estará en una situación en la que le resulte objetivamente muy difícil o, incluso, imposible informarse al respecto⁵³, sin que operen elementos objetivos como la complejidad que entraña la empresa, en cuanto que objeto de transmisión⁵⁴, o subjetivos como el distinto grado de profesionalidad de las partes⁵⁵, que serían

⁵² Vid. GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, op. cit., pp. 91-92 y 97, y MAZA, I. DE LA, “Casos realmente difíciles: los deberes precontractuales de información y las consideraciones de eficiencia”, op. cit., pp. 1705-1709.

⁵³ A favor de este criterio como elemento a considerar para excepcionar la regla general y atribuir a la parte con mejor posición para informarse el deber de informar a su contraria, vid. GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, op. cit., p. 51, nota a pie núm. 26, GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, op. cit., pp. 89-90, y MAZA, I. DE LA, “Casos realmente difíciles: los deberes precontractuales de información y las consideraciones de eficiencia”, op. cit., p. 1714, nota a pie núm. 90.

⁵⁴ Vid. GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, op. cit., pp. 89-90, y LLOBET I AGUADO, J., *El deber de información en la formación de los contratos*, op. cit., p. 112.

⁵⁵ En general se dice que cuanto mayor sea el grado de profesionalización, especialización o pericia de uno de los contratantes, frente al otro, mayor será el alcance de su deber de informar. La influencia del grado de profesionalización se aprecia, pues, en términos relativos, comparando la especialización de una de las partes frente a la otra, ya que solamente se justifica la imposición de un deber cualificado de informar al profesional cuando la otra no lo sea. La regla general que atribuye a cada parte la carga de obtener su propia información mantiene así su vigencia cuando ambas tengan el mismo grado de especialización (sea por ser ambas legos, sea por ser ambas especialistas). Se entiende así que, en el supuesto de hecho que se enjuicia cabe suponer un cierto

elementos más propios de la operativa negocial civil, pero no de una ultra cualificada como la de M&A. Así pues, en el marco de las negociaciones preliminares de una operación de M&A, la aludida asimetría informativa podría valer para justificar la existencia de un deber de información *in contrahendo* imputable a los administradores de la sociedad vendedora.

Ahora bien, admitir la existencia de este deber de información *in contrahendo* de los administradores de la sociedad vendedora no equivale a decir que su alcance vaya a ser estático ni que sea exigible en toda relación negocial⁵⁶. En principio, la exigencia de este deber de información será gradualmente más intensa conforme aumente la relación de confianza entre las partes a medida que avancen las negociaciones y, en ausencia de esa relación de confianza, deberá ponderarse, por un lado, con el deber de informarse del comprador cuando la información sea pública o fácilmente accesible⁵⁷ y, por otro, cuando esa información sea especialmente sensible y reservada, con el deber de secreto de los administradores y con el derecho de secreto empresarial [art. 228.b) LSC y Ley 1/2019, de 20 de febrero, de Secretos Empresariales].

La interacción entre el deber de información *in contrahendo* y el deber de secreto requiere una aclaración adicional. La doctrina ha identificado con acierto que las operaciones de M&A y, dentro de éstas, los procesos de *due diligence* son uno de los posibles supuestos en los que el deber de secreto de los administradores puede ceder frente a su deber de informar a la contraparte, sin perjuicio de que este mismo deber de diligencia, que en su dimensión externa se traduce en el deber de informar a la contraparte, le imponga al mismo tiempo el deber de tratar de evitar el daño que representa la divulgación o utilización desleal de la información suministrada a través de la adopción de otras medidas de contrapeso, como la confección de acuerdos de confidencialidad (*non-disclosure agreements*, abreviado NDA), que sirvan para definir con mejor concreción el deber de confidencialidad de la contraparte, o de prohibición de competencia⁵⁸.

En la otra cara de la moneda, en cambio, no parece que haya razones tan sólidas para alterar la lógica general y justificar la existencia de un deber de información *in contrahendo* que incumba al comprador. En efecto, no se aprecian motivos que permitan asignar al vendedor de la empresa el riesgo de la ruptura de negociaciones por la falta de información del comprador, en la medida

equilibrio entre la posición igualmente profesional de las dos partes integrantes de la relación negocial y que no quepa atribuir, por tanto, un deber cualificado a una de ellas en razón de la peor posición que de plano o en abstracto (esto es, con independencia de cuál sea la posición que ocupe en la relación negocial, donde no será lo mismo ser vendedora que compradora) quepa suponer a la otra parte. Sobre la importancia que tiene el grado de especialización de una de las partes frente a la otra en la determinación del deber que se analiza, con apoyo en distintos pronunciamientos jurisprudenciales, *vid.* GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, *op. cit.*, pp. 50-51, notas a pie núm. 22 a 26, GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, *op. cit.*, p. 93, y, más recientemente, MAZA, I. DE LA, “Casos realmente difíciles: los deberes precontractuales de información y las consideraciones de eficiencia”, *op. cit.*, p. 1713, nota a pie núm. 86.

⁵⁶ *Vid.* GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, *op. cit.*, p. 99.

⁵⁷ La información previamente divulgada trae causa a menudo de un deber legal de información, previo al eventualmente derivado de la buena fe, que la normativa especial o sectorial impone a determinados sujetos, *vid.*, en este sentido, con varios ejemplos, GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, *op. cit.*, pp. 82-86.

⁵⁸ *Vid.* VIVES, F., “El deber de secreto de los administradores sociales”, *op. cit.*, pp. 18-19; también algunas reflexiones sobre la ponderación entre el deber de secreto y el deber de informar en HERNANDO CEBRIÁ, L., *La revisión legal (“legal due diligence”) en el derecho mercantil: transparencia y control en operaciones de inversión y en adquisiciones y fusiones de empresa*, Granada, 2008, pp. 273-276.

en que será el propio vendedor quien esté en mejor posición para conocer las características de la empresa que vaya a ser objeto de transacción⁵⁹.

c. *El deber de confidencialidad*

El contrapunto al deber de información es el deber de confidencialidad, que vincula a ambas partes, pero que recaerá especialmente en el comprador y sus administradores. A falta de un acuerdo de confidencialidad (NDA), cuya confección es recomendable ya en un estadio tan preliminar, la proyección de la buena fe en el deber de confidencialidad *in contrahendo*, también llamado de reserva o secreto, se traduce en la obligación de no revelar ni utilizar en provecho propio una información confidencial que, de no ser por la confianza generada conforme avanza la relación negocial, no se hubiera tenido ocasión de conocer⁶⁰.

Este deber, como el anterior, carece de concreción legal expresa⁶¹ y de desarrollo jurisprudencial bastante, por lo que la apreciación de su alcance es difícilmente predeterminable, lo que, unido a los presupuestos de aplicación de la Ley 1/2019, de 20 de febrero, de Secretos Empresariales [cfr., esp., arts. 1. c) y 3.2], explica que en la práctica sea harto frecuente encontrar cláusulas de confidencialidad ya en los documentos continentales de las primeras comunicaciones⁶².

d. *El deber de conservación*

Un tercer deber de los administradores a ser considerado en esta fase de tratos preliminares de la operativa de M&A es el deber de conservación *in contrahendo*, que podría surgir desde el inicio de los tratos preliminares con el objeto de mantener, en lo posible, la identidad del estado (financiero y no financiero) de la empresa a fin de que su alteración no obstaculice la negociación.

⁵⁹ A favor de esta misma idea juega el fallo de la interesante STS (Sala 1ª) 263/2009, de 24 de abril (ECLI:ES:TS:2009:3275), sobre compraventa de acciones vueltas a vender por mayor precio, que entendió que no recaía sobre el primer comprador el deber de informar al primer vendedor acerca de los datos que le permitieron revender ulteriormente las acciones a un precio superior, toda vez que: “la información sobre el estado real de la sociedad, y por ende sobre el valor real de las acciones, está en poder del adquirente, más que del transmitente, en el caso; pero hay que tener en cuenta también que el vendedor era miembro del Consejo de Administración y tenía, por ello, acceso a los libros y cuentas de la compañía, lo que puede traducirse en un defecto de autoinformación que le sería imputable (al transmitente)” (FD 4).

⁶⁰ Sucintamente, sobre este deber, *vid.* GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, *op. cit.*, pp. 53-54, y DíEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, vol. I, 6ª ed., Cizur Menor, 2007, p. 314.

⁶¹ El deber precontractual de confidencialidad en los términos que aquí se barajan no está reglado, pero la existencia de un deber precontractual equivalente sí que está contemplada en el art. 2.1.16 de los Principios UNIDROIT sobre los contratos comerciales internacionales de 2016 y en los apartados 2:302 PECL y II-3:302 DCFR, así como también, dentro de nuestras fronteras, en el art. 1242 de la Propuesta de modernización del Código Civil en materia de obligaciones y contratos de 2023, en el art. 1245 de la Propuesta de modernización del Derecho de obligaciones y contratos elaborada por la Sección de Derecho civil de la Comisión General de Codificación de 2009 y en los arts. 412-1 y 430-1 de las Propuestas de la Sección Segunda, de Derecho Mercantil, de Ley y de Anteproyecto de Ley de Código mercantil de 2013 y 2018, respectivamente. Adicionalmente, desde un plano secante, pero diferente, con menor amplitud y distinto alcance, cuando concurren ciertas condiciones, la obtención, la utilización y la revelación de cierta información puede quedar protegida por la Ley 1/2019, de 20 de febrero, de Secretos Empresariales y, de modo equivalente, por el art. 13 de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal.

⁶² Para botón de muestra, la SAP de Barcelona (Sección 15ª) 853/2022, de 20 de mayo (ECLI:ES:APB:2022:3317).

No obstante su carácter finalista, la existencia y el alcance de este deber de conservación *in contrahendo* resultan algo evanescentes en esta fase preliminar, por lo que es difícil contemplar criterios claros que, llegado el caso, pudieran determinar su efectiva repercusión práctica, lo que explica que en la práctica tienda a cubrirse este riesgo desde el inicio de las negociaciones a través de ciertos pactos que ya en este momento tan temprano pueden ordenar al vendedor a seguir gestionando la empresa con sus mejores esfuerzos (*best efforts*) y sin salirse del curso ordinario de los negocios (*ordinary course of business*).

Ante la ausencia de pactos, sería posible concebir la existencia de un deber de conservación *in contrahendo* en un estadio tan preliminar de la operación de adquisición si se conceptualiza con cierta amplitud⁶³. Esta labor, no exenta de dificultad, implicaría tener en cuenta la *ratio legis* de los arts. 1.094 y 1.468 del CC o su conexión refleja con el deber de no abandonar injustificadamente las negociaciones y de no alterar, con dicha finalidad, la representación que la parte compradora se pueda haber hecho sobre el objeto de negociación, es decir, la empresa, al inicio de las negociaciones⁶⁴.

e. *El deber de no abandonar injustificadamente las negociaciones*

En cuarto lugar, se sitúa el deber de no abandonar injustificadamente las negociaciones, que actúa como límite al ámbito de libertad de que disponen las partes para desistir unilateralmente.

De nuevo, a falta de tipificación legal, cabría pensar que no actúa de buena fe la parte que hubiera iniciado las negociaciones o, tras iniciarlas, haya continuado con ellas sin vocación ni intención de llegar a un acuerdo para la adquisición⁶⁵. Es decir, las partes de buena fe, en justa ponderación de sus intereses y sin salirse de los márgenes que ampara la autonomía de la voluntad y la libertad negocial, podrán interrumpir unilateralmente las negociaciones, pero si la ruptura fuera injustificada y causase un daño a la contraparte, la generación consciente de confianza y ulterior

⁶³ En sentido estricto, el deber de custodia o conservación únicamente incumbe al comprador que eventualmente custodie para su examen el bien que vaya a ser objeto de transmisión. En este sentido, *vid.*, entre otros, LLOBET I AGUADO, J., *El deber de información en la formación de los contratos*, *op. cit.*, pp. 14-15, e, implícitamente, ASÚA, C. I., *La culpa in contrahendo (Tratamiento en el Derecho alemán y presencia en otros ordenamientos)*, Bilbao, 1989, pp. 260-261. En un sentido más amplio y distinto, proclive a reconocer la extensión de este deber a otros supuestos *vid.*, GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, *op. cit.*, pp. 54-55, y, en cierto modo, DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, I, *op. cit.*, p. 314 y 317.

⁶⁴ No se trata ahora del deber de conservación de la empresa de aplicación general que se propone en CARRETERO PÉREZ, A., “El deber de conservación de la integridad patrimonial de la empresa como deber específico del empresario”, en *Boletín de Información del Ministerio de Justicia*, núm. 1351, 1984, pp. 3-13, al que también hace referencia HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa*, *op. cit.*, p. 733. Este deber tampoco puede equipararse, naturalmente, con el de conservación de la empresa en crisis, que puede pesar sobre el concursado y sobre la administración concursal por aplicación del principio de mismo nombre, monográficamente analizado por ZABALETA DÍAZ, M., *El principio de conservación de la empresa en la Ley concursal*, Madrid, 2006, *passim*.

⁶⁵ Téngase en cuenta, no obstante, que la libertad para abandonar las negociaciones y sus límites se contemplan en el art. 2.1.15 de los Principios UNIDROIT sobre los contratos comerciales internacionales de 2016, en el apartado 2:301 PECL, II-3:301 DCFR, en el art. 1241 de la Propuesta de modernización del Código Civil en materia de obligaciones y contratos de 2023, en el art. 1245 de la Propuesta de modernización del Derecho de obligaciones y contratos elaborada por la Sección de Derecho civil de la Comisión General de Codificación de 2009 y en el art. 412-2 de la Propuesta de Código mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación de 2013.

interrupción de los tratos sin motivo aparente podría considerarse como una conducta antijurídica y fundamentar un derecho-deber de reparación⁶⁶.

3.2. Los deberes convencionales en la fase preparatoria del contrato

a. *Aumenta el carácter contractual, se perfilan los deberes del administrador*

Del éxito que tengan las negociaciones en la etapa preliminar, dependerá el inicio de la fase preparatoria, en la que las partes comienzan a intercambiar más información y a asumir mayores compromisos. Si esa primera toma de contacto fructifica, además de las documentadas en la LOI, las partes podrán asumir nuevas convenciones formalizadas ahora en un documento más amplio, ya sin forma epistolar, frecuentemente llamado protocolo de adquisición o, más literal, acuerdo de entendimiento (*Memorandum of Understanding*, abreviado MoU, o *Memorandum of Agreement*, ídem MoA) y tendencialmente más próximo a la figura del acuerdo definitivo, donde, además de incluirse, repetirse o redefinirse algunas de las cláusulas operativas de la carta de intenciones, se fijan elementos básicos del futuro contrato, aplazando y condicionando su perfección a la revisión y verificación de la información esencial, dependiente de la realización de las auditorías oportunas legales, financieras y técnicas (*due diligence*) o al cumplimiento de las condiciones, positivas o negativas, que se hubieran pactado.

La suscripción de esta clase de pactos permite esclarecer y concretar *ex contractu* el contenido previamente deducible de los deberes *in contrahendo* derivados de la aplicación contextual del principio de la buena fe⁶⁷, lo que es habitual, perfectamente lícito⁶⁸ y, hasta cierto punto, aconsejable, dado que la atipicidad impone una mayor diligencia a las partes⁶⁹. En lo que respecta a esa diligencia, los procesos de auditoría (*due diligence*) en ciernes y la redacción de unas iniciales declaraciones y garantías (*reps and warranties*, abreviadas R&W) incidirían directamente sobre la información que el vendedor trasladaría al comprador, mientras que las cláusulas de confidencialidad (NDA) prevendrían el empleo malicioso y oportunista de la información adquirida con excusa de las negociaciones.

Las anteriores no son las únicas convenciones que pueden determinar el marco de actuación de las partes y de los administradores. Cabría pensar también en cláusulas indemnizatorias en las que las partes acuerden *ex ante* la tarifa de asignación de costes derivados de la ruptura justificada de tratos (*break-up fees*, *termination fees* o *penalties*), o en acuerdos relacionados con la conservación de la empresa (*ordinary course of business*). Es cierto que algunos de estos acuerdos

⁶⁶ Cfr., entre otras, STSS (Sala 1^a) 40/2016, de 11 de febrero (ECLI:ES:TS:2016:502) y 693/2011, de 15 de octubre (ECLI:ES:TS:2011:6635), así como, a nivel doctrinal, en general, y con más indicaciones, *vid.* ASÚA, C.I., *La culpa in contrahendo*, *op. cit.*, pp. 276-282, y GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, *op. cit.*, p. 53.

⁶⁷ La modulación convencional de los citados deberes reducirá las dudas sobre el fundamento normativo de la responsabilidad llamada precontractual, dado que pasará a ser claramente contractual, *vid.* DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, vol. I, *op. cit.*, pp. 325-326.

⁶⁸ A favor de la indudable posibilidad que nuestro Derecho admite a la hora de modular o concretar convencionalmente estos deberes, *vid.* GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, *op. cit.*, pp. 255-261.

⁶⁹ Conforme, MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: preparación, adopción e impugnación de acuerdos*, *op. cit.*, p. 46, nota a pie núm. 148.

adquieran mayor relevancia en un momento ulterior al de la fase preparatoria⁷⁰, pero conviene tener presente que en la práctica del M&A todas estas cláusulas podrán presentarse, con mayor o menor intensidad, en diferentes momentos tanto en el período de tratos preliminares, anterior a la fase preparatoria, como una vez concluido el proceso de formación del contrato⁷¹.

b. *La configuración de los deberes de información y confidencialidad*

La adopción del modelo analítico de importación angloamericana habitualmente seguido en los procedimientos de adquisición de empresas explica la especial diligencia con que el comprador suele informarse en los procesos de *due diligence* y la especial relevancia que adquiere el contenido de las cláusulas normalmente dispuestas en el apartado de manifestaciones y garantías (R&W), por las que el vendedor o sus administradores asumen la obligación de revelar cierta información sobre la empresa⁷².

La lógica detrás de esta práctica es la protección del comprador mediante la recopilación y revisión de toda la información acerca del objeto de adquisición que, en justa reciprocidad, debe facilitarle el vendedor, lo que, a medio camino entre el *caveat emptor* y el *duty to disclose*, constituye una proyección externa del deber de diligencia en su concreta manifestación de informarse, por el lado del comprador, y de informar, por el del vendedor.

Con relación al deber del comprador de informarse (conforme a la regla del *caveat emptor*), dado el valor y la complejidad que suele definir a la empresa en cuanto que objeto de transmisión, cabría poner en duda la diligencia del administrador de la sociedad compradora que, sin recabar toda información esencial, por parte del vendedor, y sin valorar su contenido con apoyo en la opinión de terceros expertos, decida sobre la operación. Aspecto en el que cobra especial relevancia la *due diligence*.

⁷⁰ Sobre todo, los acuerdos de conservación de empresa, particularmente importantes en el período interino, que media entre la firma del contrato de adquisición y su ejecución, aunque en cierto modo también los de asignación de costes, habida cuenta de que cuanto más se demore la consumación del contrato, mayor será el riesgo de que las negociaciones se frustren, *vid.* BUTLER, F.C. y SAUSKA, P., “Mergers and Acquisitions: Termination Fees and Acquisition Deal Completion”, en *Journal of Managerial Issues*, vol. 26, 2014, p. 44.

⁷¹ Tal podría ser el caso, por ejemplo, del deber de confidencialidad sobre la información adquirida con excusa de las negociaciones. El uso de esa información debe protegerse no solo mientras duren los tratos, sino también después, finalizado el proceso de formación contractual, especialmente cuando las negociaciones no tengan el final deseado.

⁷² Sobre la *due diligence*, *vid.* HERNANDO CEBRIÁ, L., *La revisión legal (“legal due diligence”) en el derecho mercantil*, *op. cit.*; HALLETT, R., “Due diligence”, en ÁLVAREZ ARJONA, J.M. y CARRASCO, Á. (Dir.), *Adquisiciones de empresas*, *cit.*, 2019, pp. 163-226; y ACOSTA, T. J., “La due diligence legal previa a la adquisición de empresa”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, *cit.*, pp. 65-98. Respecto a las R&W, *vid.* AGUAYO, J., *Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español*, *op. cit.*, *passim*; GÓMEZ POMAR, F. y GILI, M., “Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, *cit.*, pp. 417-477, y en su relación con la regla del *caveat emptor*, *vid.* CARRASCO, Á., “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento”, en ÁLVAREZ ARJONA, J.M. y CARRASCO, Á. (Dir.), *Adquisiciones de empresas*, *cit.*, pp. 265-267. Un intento por descifrar los efectos diversos, aunque a veces complementarios, que la realización de la *due diligence* y la formulación de una manifestación acerca de un mismo hecho pueden tener en términos de asignación de riesgos, puede encontrarse en CARRASCO, Á., *ult. cit.*, pp. 301-304, y desde otro enfoque, también sobre la relación entre *due diligence* y R&W, *vid.* HERNANDO CEBRIÁ, L., *La revisión legal (“legal due diligence”) en el derecho mercantil*, *op. cit.*, pp. 40-41, y GIMENO RIBES, M., *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, *op. cit.*, pp. 204-205.

La extensión que ha cobrado la *due diligence* en la práctica del M&A podría significar que ha alcanzado el rango de costumbre mercantil⁷³, lo que, a falta de otras normas de aplicación preferente, tendría una consecuencia práctica directa en su régimen de deberes y responsabilidad⁷⁴. Sin llegar a tal extremo, la auditoría legal, financiera y técnica de la empresa que se pretenda adquirir podría considerarse como un requisito natural para que se cumpla con el procedimiento de decisión adecuado y suficientemente informado, que exige la aplicación de la *business judgement rule*⁷⁵.

No obstante, este último extremo requiere una puntualización adicional. La circunstancia de que la *due diligence* sea un requisito natural y normalmente necesario en el sentido indicado, no quiere decir que sea un requisito necesariamente ineludible. En este sentido, fuera de nuestras fronteras, se han realizado importantes esfuerzos en desmitificar la práctica de solicitar *fairness opinions* a raíz del conocido asunto *Trans Union*⁷⁶ sobre la base del sobrecoste que —valga la redundancia— puede suponer el sobrecumplimiento meramente procedimental⁷⁷. Además, conviene señalar que, en su caso, la *due diligence* por sí misma no sería más que uno de los requerimientos dentro de la exigencia procedimental, más amplia, que el art. 226 LSC demanda para la aplicación de la *business judgement rule*. El requisito natural siguiente pasará a ser la toma en consideración de los resultados extraídos de la correspondiente *due diligence* a la hora de decidir sobre la operación⁷⁸.

⁷³ Entre nosotros, se plantean el interrogante, y lo responden negativamente HERNANDO CEBRIÁ, L., *La revisión legal ("legal due diligence") en el derecho mercantil*, op. cit., pp. 7-8, y también, pero con ciertos matices, GIMENO RIBES, M., *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, op. cit., pp. 30-33. En ambos lugares se citan estudios extranjeros favorables a calificar de uso mercantil la realización de procedimientos de *due diligence* en determinadas operaciones.

⁷⁴ Sobre el papel de los usos mercantiles y el deber de informar, vid. GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, op. cit., p. 93, y EIZAGUIRRE, J.M., *Derecho mercantil*, 5ª ed., Cizur Menor, 2005, pp. 158-159, ambos con cita del conocido como "Caso Sorolla", resuelto por la muy interesante STS (Sala 1ª) 359/1981, de 9 de octubre (ECLI:ES:TS:1981:4980).

⁷⁵ Explícitamente a favor de esta idea, entre otros, vid. ALFARO, J., "La obligación de hacer una due diligence en la adquisición de una empresa como requisito de la business judgment rule", en *derechomercantilesmana.blogspot*, entrada de blog de 25 de octubre de 2014, disponible a fecha de publicación en: <<https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2014/10/la-obligacion-de-hacer-una-due.html>>.

⁷⁶ El conocido caso, que se sustanció en el asunto *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Supreme Court of Delaware, Jan. 29, 1985), ha sido objeto de múltiples comentarios, en su mayoría críticos, entre los que puede citarse, entre muchos y sin ánimo de exhaustividad, los de FISCHER, D.R., "The Business Judgment Rule and the Trans Union Case", en *The Business Lawyer*, vol. 40, 1985, pp. 1437-1455; HERZEL, L. y KATZ, L., "Smith v. Van Gorkom: The Business of Judging Business Judgment", en *The Business Lawyer*, vol. 41, 1986, pp. 1187-1193; MACEY, J.R. y MILLER, G.P., "Trans Union Reconsidered", en *The Yale Law Journal*, vol. 98, 1988, pp. 127-143, y STOUT, L.A., "In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and the Business Judgment Rule", en *Northwestern Law Review*, vol. 96, 2002, pp. 675-694. Entre nosotros, también se han hecho eco de la citada resolución, entre otros, GUERRA, G., *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses*, op. cit., pp. 441-443; HERNANDO CEBRIÁ, L., *El deber diligente de administración en el marco de los deberes de los administradores*, op. cit., p. 147, y GUERRERO, C., *El deber de diligencia de los administradores en el gobierno de las sociedades de capital*, op. cit., pp. 397-401.

⁷⁷ Sobre el particular, entre otros, vid. HERZEL, L. y KATZ, L., "Smith v. Van Gorkom: The Business of Judging Business Judgment", op. cit., p. 191, y, especialmente, FISCHER, D.R., "The Business Judgment Rule and the Trans Union Case", op. cit., pp. 1453-1454; así como, entre nosotros, vid. PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, op. cit., p. 88, y con argumentos adicionales de interés HERNANDO CEBRIÁ, L., *El deber diligente de administración en el marco de los deberes de los administradores*, op. cit., pp. 149-150.

⁷⁸ Sobre la importancia de tomar en consideración los datos recibidos en el proceso informativo e integrarlos racionalmente en la decisión que se termine adoptando, en orden a aplicar la *business judgement rule*, vid.

Por su parte, el deber de informar de la vendedora, que mediatamente recaerá sobre sus administradores, suele encontrar en la fase preparatoria una razón de ser más clara que en el periodo de tratos preliminares, se trata ahora de la asunción del compromiso de responder a la solicitud explícita de información y a las preguntas que formule la adquirente⁷⁹.

Este deber, que tanta importancia reviste en esta fase preparatoria, se materializa en dos pasos. Primero, en el momento en que la vendedora se compromete a colaborar con la compradora en la realización de las auditorías, facilitando la información que fuera pertinente, buscando un equilibrio con el deber de secreto del administrador. Posteriormente, en el momento en que se suscriban las manifestaciones y garantías (R&W), ya sea a riesgo de la sociedad o, en forma de garantías suplementarias, a riesgo de los propios administradores, que son quienes de hecho acostumbran a realizarlas cuando la vendedora es una sociedad⁸⁰. En este punto, el riesgo vinculado a la exposición de la información sensible que se comunique en beneficio de las negociaciones deberá contrarrestarse con los acuerdos de confidencialidad correspondientes (NDA)⁸¹.

c. *La determinación del deber de no abandonar las negociaciones: las break-up fees*

El ámbito de libertad del que disponen las partes para desistir unilateralmente de las negociaciones previamente iniciadas es muy amplio, por lo que la inversión que una de las partes decidiese realizar durante el proceso de formación del contrato será, en principio, a riesgo propio. De esta forma, los costes en que incurran las partes deberán asumírselos completa e individualmente como regla general tanto si el contrato se celebra como si no se llega a un acuerdo final⁸².

El fracaso o la misma perspectiva de que no prospere la negociación plantea la cuestión de los costes incurridos en el proceso. Cuando la ruptura de las negociaciones sea injusta e imputable a la contraparte, ese coste o un porcentaje podría recuperarse de forma excepcional previa acción indemnizatoria. Pero existe otra alternativa, consistente en contemplar el riesgo de ruptura *ab initio*, de manera que las propias partes acuerden fijar convencionalmente una comisión o tarifa de ruptura de las negociaciones, incluso de la justificada o de buena fe, con la que cubrir o

RONCERO, A., “Protección de la discrecionalidad empresarial y cumplimiento normativo”, *op. cit.*, pp. 416-417; HERNANDO CEBRIÁ, L., “The Spanish and the European Codification of the Business Judgment Rule”, *op. cit.*, p. 62, e IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., “El derecho-deber de información de los administradores como fundamento de la business judgement rule”, *op. cit.*, p. 361. Para Estados Unidos, *vid.* BAINBRIDGE, S.M., “The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine”, *op. cit.*, p. 102.

⁷⁹ Aunque este deber podría existir ya con cierto alcance en fase de tratos preliminares por aplicación del principio general de la buena fe, gana importancia en esta fase preparatoria. En todo caso, sobre el contenido y el alcance del deber de informar que podría incumbir al interrogado por la formulación de preguntas, *vid.* GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, *op. cit.*, pp. 88-89.

⁸⁰ *Vid.* CARRASCO, Á., “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento”, *op. cit.*, pp. 263-264.

⁸¹ En *supra*. 3.1.c. ya se trató la conveniencia de contractualizar este deber desde el inicio de las negociaciones. Asimismo, pueden consultarse algunos ejemplos en LAW INSIDER, “Non-Disclosure Agreement: Sample Clauses”, en *lawinsider.com*, sitio web, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.lawinsider.com/clause/non-disclosure-agreement>>.

⁸² Sobre estos temas, *vid.* CARRASCO, Á., *Derecho de contratos*, *op. cit.*, pp. 144-145.

prevenir ese riesgo, así como redistribuir o compensar el coste de oportunidad en dinero y tiempo, derivado de las negociaciones, de otro modo baldío e irrecuperable (*sunk cost*)⁸³.

Este tipo de cláusulas recibe el nombre de *break-up fees*, aunque también conoce otras denominaciones, igualmente genéricas, tales como *termination fees*, *penalty fees*, *non completion fees* o *kill fees*, o específicas, dependiendo de si son aplicables al vendedor o al comprador. De nuevo, por influencia del mercado estadounidense, esta clase de pactos se denominan *seller break-up fees*, *standard break-up fees* o *break-up fees* cuando es solamente la parte vendedora, representada por los socios titulares de las acciones en venta o, en lo que interesa, los administradores de la empresa en venta, quien o quienes asumen el compromiso de compensar una parte del coste asumido por el oferente en caso de que las negociaciones se frustren por una causa que resulte imputable al vendedor⁸⁴. En sentido inverso, se habla de *reverse break-up fees* para hacer alusión a la modalidad en la que el eventual comprador es quien asume el compromiso de indemnizar a la parte vendedora si no se alcanza un acuerdo definitivo⁸⁵.

La figura tiene reconocimiento legal, aunque limitado a las ofertas públicas de adquisición. El art. 42.4 RDOPA regula las *break-up fees* en sentido estricto, permitiendo su utilización, aunque de forma considerablemente restringida. El precepto constriñe su utilización para el beneficio exclusivo del primer oferente (no así, para los oferentes competidores), limitando la cuantía de la comisión eventualmente pactada al 1 por 100 del importe total de la oferta pública de adquisición. Además, exige que su contenido sea detallado en el folleto explicativo de la oferta y, en lo que interesa, que sea aprobada por el consejo de administración, previo informe favorable de los asesores financieros de la sociedad.

Por el contrario, no existe norma equivalente alguna que regule la configuración de esta clase de pactos en el ámbito del M&A privado, por lo que debe entenderse admitida por el principio de libertad contractual con mayor amplitud que en el mercado de OPAs, sin perjuicio de las incógnitas que plantea⁸⁶.

⁸³ El juego conjunto de estas dos excepciones a la regla general de que cada parte debe asumir sus propios costes puede ser interesante. Si, por ejemplo, se pactase una cláusula indemnizatoria hasta una cantidad tope de n euros, pero se termina apreciando una conducta dolosa en la actuación de una de las partes encaminada hacia la interrupción de las negociaciones y éstas terminan rompiéndose, el techo indemnizatorio no operaría, toda vez que la limitación de la responsabilidad por dolo debe tenerse como una renuncia parcial y, por tanto, es nula. Llegado el caso, el deudor doloso debería reparar los daños que le fueran imputables en la cuantía superior que resultara de la aplicación de las reglas generales. Sobre el particular, entre muchos, *vid.* VERDA Y BEAMONTE, J.R. DE, “Las cláusulas de exoneración y limitación de responsabilidad en el Derecho español”, en *Revista Chilena de Derecho Privado*, núm. 4, 2005, pp. 42-45.

⁸⁴ Valga de ejemplo la que aparece transcrita en la SAP Madrid (Sección 8ª) 135/2020, de 28 de mayo (ECLI:ES:APM:2020:6599) en los siguientes términos: “si (ii) por razones, únicamente atribuibles a actos erróneos u omisiones por GEA, el cierre de la transacción no pueda consumarse después de la ejecución de los Contratos de Compraventa, GEA deberá pagar al Vendedor un Breakup fee de EUR 1 millón”.

⁸⁵ Sobre la influencia americana en la aparición de esta clase de pactos, *vid.* BROWNE, O.E., “Break Fees and Broken M&A Deals”, en *HLS Forum on Corporate Governance*, entrada de blog de 15 de noviembre de 2017, disponible a fecha de publicación en: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/11/15/break-fees-and-broken-ma-deals/>>.

⁸⁶ Lo que en la práctica europea del M&A, incluida España, puede explicar la tendencia a limitar el importe de la *break-up fee* al 1 por 100 del valor total de la adquisición, *vid.* RESTREPO, F. y SUBRAMANIAN, G., “The Effect of Prohibiting Deal Protection in M&A: Evidence from the United Kingdom”, en *The Journal of Law and Economics*, vol. 60, 2017, pp. 75-113 (se maneja la versión disponible en SSRN, con distinta paginación, p. 3), asimismo, específico del mercado español, *vid.* CUATRECASAS, *Impacto del COVID-19 en la actividad de M&A: España y Portugal*, febrero de 2021, p. 15, disponible a fecha de publicación en:

Esas dudas surgen, porque en las operaciones de M&A se multiplica la problemática, ya de por sí rica desde la óptica del Derecho de contratos, que presenta esta clase de comisiones en el proceso más general de formación de un contrato de intercambio cualquiera. En el caso de la compraventa de empresas, al ser las partes de la relación bilateral sociedades, que actúan frente a sí a través de sus administradores, habría que añadir a los problemas de validez y eficacia intrínsecos de índole puramente contractual, que esta clase de cláusulas puede llegar a presentar en el plano sinalagmático⁸⁷, otros tantos derivados del carácter societario de las partes⁸⁸, con la dificultad añadida del componente contextual que hace de su casuística un factor completamente imponderable⁸⁹.

Nuevamente cabría traer a colación, por su valor ilustrativo, una cláusula prototipo de *break-up fee*, en este caso recíproca y suscrita en la documentación preparatoria de un contrato de adquisición cualquiera, aunque igualmente válida para el protocolo de fusión, con el siguiente tenor⁹⁰:

“Si habiéndose cumplido todas las asunciones y condiciones descritas en el Protocolo de Adquisición, no se alcanzase un acuerdo definitivo sobre la operación por cualquier motivo imputable a una de las partes, se generará un derecho en favor de la otra parte a

<<https://www.cuatrecasas.com/resources/1614845925es-60586251c9711583700294.pdf?v1.34.0.202209271053>>, y, para las operaciones de *private equity*, ID., *Market Trends in Iberian Private Equity Transactions*, cit. sup., p. 18.

⁸⁷ Vale con pensar en todos lo que pueden suscitarse alrededor de un simple contrato de arras o de una cláusula penal cualquiera, vid. FELIU REY, J., “Cláusula penal: naturaleza de la pena, moderación judicial y su posible configuración como título ejecutivo”, en *ADC*, t. LXVII, 2014, pp. 169-218.

⁸⁸ La doctrina extranjera es muy abundante y a este respecto pueden consultarse, entre muchos, los trabajos de COATES IV, J.C. y SUBRAMANIAN, G., “A buy-side model of lockups – theory and evidence”, en *Stanford Law Review*, vol. 53, 2000, pp. 307-396; MAYANJA, J., “No-Shop, No-Talk and Break-Up Fee Agreements in Merger and Takeover Transactions: The Case for a Fresh Regulatory Approach”, en *Australian Journal of Corporate Law*, vol. 14, 2002, pp. 1-25; AFSHARIPOUR, A., “Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees”, en *Vanderbilt Law Review*, vol. 63, 2010, pp. 1161-1240; COATES IV, J.C., “M&A Break Fees: U.S. Litigation vs UK Regulation”, en KESSLER, D.P. (Ed.), *Regulation vs. Litigation: Perspectives from Economics and Law*, Chicago, 2010, pp. 239-284, y RESTREPO, F. y SUBRAMANIAN, G., “The Effect of Prohibiting Deal Protection in M&A: Evidence from the United Kingdom”, op. cit., pp. 75-113. Entre nosotros, dejando al margen las consideraciones vertidas sobre el art. 42.4 RDOPA, se han abordado algunos de los elementos críticos que rodean la figura en MARTÍ MOYA, V., “La configuración de los tratos preliminares y la responsabilidad precontractual en los procedimientos de fusión de sociedades”, en *RDM*, núm. 25, 2005, pp. 1641-1685; SCAIANSCI, H., *La dimensión contractual de la fusión*, op. cit., pp. 482-517; GIMENO BEVIÁ, V., *Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa*, op. cit., pp. 220-224; PLANA PALUZIE, À., “Break fees – Comisión por gastos de preparación de una oferta”, en *leyesyjurisprudencia*, entrada de blog de 15 de septiembre de 2016, disponible a fecha de publicación en: <<http://www.leyesyjurisprudencia.com/2016/09/break-fees-comision-por-gastos-de.html?m=1>>, y ALFARO, J., “La compraventa de empresas (iii): Contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”, en *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 27 de julio de 2021, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacenederecho.org/la-compraventa-de-empresas-iv-contenido-tipico-de-un-contrato-de-compraventa-de-empresa-spa-sale-purchase-agreement>>.

⁸⁹ Basta con plantearse la mera combinación de tres factores con dos niveles para hacerse una ligera idea. Si las tres variables binarias fueran: (i) que la cláusula sea meramente indemnizatoria y se limite a cubrir los gastos o sea extra-indemnizatoria y contemple además una elevada cuantía penalizadora, (ii) que su diseño y suscripción sea previamente aceptado por los socios o no y (iii) que el *event of default* dependa de una decisión del órgano de administración o de una decisión de la junta, cabría pensar (*ex* diseño factorial 2³) en ocho grupos de casos, con soluciones jurídicas previsiblemente distintas.

⁹⁰ Pueden confrontarse otros en LAW INSIDER, “Break-Up Fee: Sample Clauses”, en *lawinsider.com*, sitio web, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.lawinsider.com/clause/break-up-fee>>.

repercutir sobre aquella el coste del proceso de *due diligence* y de negociación de la operación hasta un máximo de *n* euros”

En el marco de una operación de M&A, una cláusula como esta podría comportar efectos de distinto signo⁹¹.

Por una parte, podría generar un impacto negativo y contrario al interés que los socios de la sociedad vendedora podrían tener en ver maximizado el valor de su inversión. Al fin y al cabo, el coste acordado por la ruptura de pactos adoptará la forma de un pasivo contingente en el patrimonio de las sociedades participantes y podría tener como efecto mediato un aumento en la valoración de la empresa *target* en el mercado de operaciones de transferencia, que a la postre desaliente la presentación de ofertas potencialmente beneficiosas por parte de terceros compradores, de otro modo interesados. El impacto negativo de desincentivar ulteriores ofertas puede ser doble, a nivel interno, podría menguar la rentabilidad susceptible de ser obtenida por los socios en el escenario competitivo en que concurriesen mejores ofertas y, con proyección externa, podría afectar, a resultas de lo anterior, a una asignación eficiente de las inversiones realizadas o por realizar en el más global mercado de fusiones y adquisiciones⁹².

Por otra parte, una cláusula de este tipo podría tener varios efectos beneficiosos. En primer lugar, podría incentivar al comprador verdaderamente interesado y, a la inversa, desincentivar el comportamiento oportunista del falso comprador, que se presenta como tal con el único interés de obtener determinada información con excusa de las negociaciones. En segundo lugar, según sugiere la literatura económica, podría aumentar la probabilidad de que se cierren con éxito las negociaciones, una vez iniciadas⁹³.

⁹¹ Sobre los impactos opuestos, beneficiosos y perjudiciales, que pueden derivarse de la suscripción de *break-up fees*, *vid.* MAYANJA, J., “No-Shop, No-Talk and Break-Up Fee Agreements in Merger and Takeover Transactions: The Case for a Fresh Regulatory Approach”, *op. cit.*, p. 9, nota a pie núm. 27, y el reciente trabajo de RESTREPO, F. y SUBRAMANIAN, G., “The Effect of Prohibiting Deal Protection in M&A: Evidence from the United Kingdom”, *op. cit.*, p. 2, ambos con cita de otros estudios.

⁹² Las cláusulas, igualmente controvertidas, de exclusiva (en el argot, entre otras denominaciones, *no-shop*, *no-talk* o *no-solicit*), que restringen la posibilidad de mantener negociaciones paralelas, tienen un efecto negativo similar. Al respecto, en el marco de la operativa de M&A, *vid.* MAYANJA, J., “No-Shop, No-Talk and Break-Up Fee Agreements in Merger and Takeover Transactions: The Case for a Fresh Regulatory Approach”, *op. cit.*, *passim*, y, entre nosotros, GIMENO BEVIÁ, V., “Los acuerdos de exclusividad en los procesos de adquisición de empresas”, en *RDM*, núm. 304, 2017, pp. 269-294, y ALFARO, J., “La compraventa de empresas (iii): Contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”, en *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 27 de julio de 2021, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacenederecho.org/la-compraventa-de-empresas-iv-contenido-tipico-de-un-contrato-de-compraventa-de-empresa-spa-sale-purchase-agreement>> y, en general, GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, *op. cit.*, p. 55.

⁹³ Entre los estudios de naturaleza empírica que avalan la idea de que la configuración de esta clase de pactos repercute positivamente en las probabilidades de que la operación se cierre con éxito, *vid.*, entre otros, los más conocidos de COATES IV, J.C. y SUBRAMANIAN, G., “A buy-side model of lockups – theory and evidence”, *op. cit.*, pp. 307-396; OFFICER, M., “Termination Fees in Mergers and Acquisitions”, en *Journal of Financial Economics*, vol. 69, pp. 431-467, y BEATES, T. y LEMMON, M., “Breaking Up is Hard to do? An Analysis of Termination Fee Provisions and Merger Outcomes”, en *Journal of Financial Economics*, vol. 69, 2003, pp. 469-504, realizados todos ellos sobre la base de distintas muestras del mercado bursátil de adquisiciones estadounidense. Si se admite la influencia que puede tener la estructura de propiedad sobre el control de las compañías y los distintos problemas de gobierno corporativo que se pueden padecer en atención a dicha característica, a falta de otros directamente enfocados en el mercado español, *vid.* ANDRÉ, P., KHALIL, S. y MAGNAN, M., “Termination Fees in Mergers and Acquisitions: Protecting Investors or Managers”, en *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 34, especialmente, pp. 544, 555, *in fine*, y 561, en la medida que se realiza sobre un mercado, el canadiense, que, a diferencia del

Quizá, por ello, parece sensato pensar que, si la cuantía pactada es razonable y no hay conflicto de interés aparente, la decisión que el órgano de administración tome con respecto al diseño de esta clase de cláusulas pueda quedar cubierta por la *business judgement rule* y, si concurren los presupuestos de la regla de discrecionalidad empresarial, el coste pactado por la ruptura de negociaciones sea asumido por la sociedad desistente sin tener un impacto en la conducta debida de los administradores⁹⁴. Al fin y al cabo, los costes derivados de la propia negociación, de la preparación documental, de la contratación de asesores y, en su caso, de la activación una cláusula como la que se analiza, salvo que fueran disparatados, podrían ser tenidos como los propios de un procedimiento de decisión adecuado.

Sin embargo, esta solución podría verse comprometida si el poder de representación de los administradores, a efectos de suscribir en nombre de la sociedad esta clase de cláusulas, se limita legal, estatutariamente o por intervención de la junta general de socios mediante instrucción expresa de no hacer (*ex art. 161 LSC*).

En el escenario de que los socios de control fueran conscientes *ab initio* de los efectos de la cláusula de *break-up fee* en el mercado de adquisiciones y fusiones y los administradores de la sociedad desistente hubieran contravenido una instrucción expresa de no negociar esta clase de cláusulas o sobrepasado los límites estatutarios delimitantes del ámbito de su poder orgánico de representación, lo lógico sería pensar que, por aplicación del art. 234 LSC, la cláusula vincule a la sociedad frente a terceros de buena fe y sin culpa grave. De ser así, el coste debería ser asumido, al menos inicialmente, por la sociedad desistente, pero ello, naturalmente, sin perjuicio de que tal coste pueda tener, en segundo acto, repercusión en los administradores firmantes previo ejercicio de la acción social correspondiente. Llegado el caso, el incumplimiento de una cláusula estatutaria o de una instrucción de no hacer, que acote el ámbito de discrecionalidad de los administradores, podría evitar la aplicación de la *business judgement rule* y dar entrada al párrafo segundo del art. 236.1 LSC⁹⁵.

Otro escenario problemático sería aquel en que la limitación al poder del órgano de administración para suscribir esta clase de cláusulas encuentre su fundamento, no en la voluntad de los socios, sino en una disposición legal. En este sentido, aunque no parece que la normativa societaria constriña con carácter general el poder de los administradores a estos efectos⁹⁶, lo

estadounidense y salvando todas las distancias, comparte con el nuestro y con otros del entorno europeo-continental, la característica de estar integrado por sociedades con estructuras de capital predominantemente concentrado.

⁹⁴ A favor de la aplicación de la BJR en orden a determinar la cuantía de la cláusula, entre nosotros, *vid.* ALFARO, J., “La compraventa de empresas (iii): Contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”, en *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 27 de julio de 2021, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacenederecho.org/la-compraventa-de-empresas-iv-contenido-tipico-de-un-contrato-de-compraventa-de-empresa-spa-sale-purchase-agreement>>. Ahora bien, como muestra el desarrollo jurisprudencial y doctrinal norteamericano, la dificultad va a estar en determinar, caso por caso, cuándo una cuantía es o no razonable, preclusiva y coercitiva, así como cuando hay un conflicto de interés aparente, *vid. infra* nota a pie núm. 101.

⁹⁵ Sobre este extremo, *vid.* RECALDE, A., “La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial”, *op. cit.*, p. 1998.

⁹⁶ De la misma forma en que se admite el poder del órgano de administración para iniciar los tratos preliminares en las distintas operaciones de M&A, parece razonable entender que dentro de ese poder hay espacio para continuar esos tratos por la vía contractual mediante el diseño de esta clase de cláusulas, *vid.* ALFARO, J., “La compraventa de empresas (iii): Contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase

cierto es que cabría considerar tres supuestos particulares en los que podría concurrir una limitación, que repercutiría en la capacidad de los administradores de negociar una cláusula de esta naturaleza.

El primero de ellos se situaría en el campo de aplicación propio del art. 42.4 RDOPA, en cuya virtud la cuantía máxima que el primer oferente puede pactar con la sociedad afectada es del 1 por 100. Esta primera restricción legal al poder de representación de los administradores es tan clara como contundente, aunque la norma no acabe teniendo la utilidad que se pretendía con su adopción. La fijación de una cifra estática, además de arbitraria, puede llegar a ser ineficiente para la finalidad perseguida, dado que no es lo mismo ese porcentaje en una compañía de escasa que en una de elevada capitalización, con las consecuencias que ello puede tener en perjuicio de los socios⁹⁷.

El segundo supuesto en que de nuevo el poder de los administradores estaría limitado hasta cierto punto por ley para negociar esta clase de cláusulas es aquel en que el coste preasignado a la ruptura de tratos sea cuantitativamente esencial para una de las sociedades partícipes en la negociación. No cabe duda, entonces, de que la competencia para su suscripción sería cosa de la junta si el valor de la salida de caja previsible por la activación de la cláusula fuera esencial ex art. 160.f) LSC para una de las sociedades.

El tercer supuesto, de mayor virtualidad práctica, tiene que ver con la limitación legal, pero mucho más sutil, que para el poder del órgano de administración en la negociación de estas cláusulas podría representar la aprobación del acuerdo de fusión por las juntas generales de socios de los arts. 160.g) LSC y 8 y 47 RDME⁹⁸.

La conflictividad que potencialmente enfrenta a las *break-up fees* con las disposiciones legales societarias de naturaleza imperativa va más allá de las normas de reparto de competencias entre los órganos sociales. En otros sistemas jurídicos, se ha llegado a cuestionar la virtualidad de estos pactos como posibles detonadores de una vulneración de la prohibición de asistencia

agreement)”, en *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 27 de julio de 2021, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacendederecho.org/la-compraventa-de-empresas-iv-contenido-tipico-de-un-contrato-de-compraventa-de-empresa-spa-sale-purchase-agreement>> e *infra* nota a pie núm. 122.

⁹⁷ Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 42. Condiciones de la oferta competidora”, en GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Cizur Menor, 2009, p. 891.

⁹⁸ En el caso de la fusión se ha llegado a sostener que la confección de esta cláusula transgrede las reglas de la formación de la voluntad social, porque obliga a los socios y los administradores no pueden asumir una obligación que obligue a un tercero, *vid.* MARTÍ MOYA, V., “La configuración de los tratos preliminares y la responsabilidad precontractual en los procedimientos de fusión de sociedades”, *op. cit.*, pp. 1649-1650. En realidad, la cláusula no obliga a los socios, sino a la sociedad y el patrimonio que se verá inmediatamente dañado por la activación de la cláusula no es el de los socios, sino el de la sociedad. Ello, ni que decir tiene, sin perjuicio de que los socios puedan verse indirectamente afectados y puedan, a cambio, interponer una acción de responsabilidad contra el administrador que hubiera actuado en contra del interés social. Por lo mismo, lo expuesto por la SAP de Barcelona (Sección 15^a) 161/2008, de 5 de mayo (ECLI:ES:APB:2008:7739) en los siguientes términos: “el Proyecto de Fusión, por tanto, no es vinculante para las sociedades hasta que haya sido aprobado en sus respectivas juntas es evidente, aunque sí que produzca efectos vinculantes para sus administradores”, debe interpretarse restrictivamente, en el sentido de que sea cierto que el contenido esencial del proyecto (en este caso, la aprobación de la fusión) no vincule a los socios y de que, con más razón, tampoco lo haga el contenido esencial del protocolo, pero no para que otras cláusulas perfectamente deslindadas y en cierto modo autónomas (NDA o *break-up fees*), aunque conexas, sean por ello inoperativas.

financiera⁹⁹. No parece que tal pueda ser el caso, al menos, conforme a Derecho español, en la medida en que la cláusula solo se activará si la operación se frustra y la asistencia financiera solo podrá ser tal si la operación prospera¹⁰⁰. Otro elemento problemático, más delicado y directamente conectado con el deber de lealtad, deriva de la relación de estas cláusulas con el interés particular del administrador. En este sentido, cabe pensar en la poderosa herramienta de persuasión sobre la voluntad de los socios que un administrador desleal, seducido por la posición orgánica que podría estar llamado a tener o perder en las sociedades involucradas, podría encontrar en la configuración de estas cláusulas para anteponer su interés al de la sociedad¹⁰¹.

d. *Otros deberes que considerar durante la fase preparatoria*

La proyección del deber general de diligencia sobre la realización de los actos y negocios normalmente comprendidos en esta fase de la operación se concreta también en otras obligaciones que cabe integrar dentro del deber de legalidad, ya sea en su dimensión externa o interna¹⁰².

⁹⁹ Para el Derecho inglés previgente, *vid.* DAVIES, G. y PALMER, J., “Break fees common but not always legal: Break fees have become an accepted feature of the UK market, but they need careful legal attention”, en *International Financial Law Review*, entrada de 25 de marzo de 2004, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.iflr.com/article/2a63s77imlt6ci18q5kao/united-kingdom>> y, con cita de estos, COATES IV, J.C., “M&A Break Fees: U.S. Litigation vs UK Regulation”, *op. cit.*, p. 249.

¹⁰⁰ Coincidentemente, entre otros, *vid.* PAREDES, C., “Sobre la admisibilidad en derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación (“break-up fees”) en supuestos de ofertas públicas de adquisición”, en *RDM*, núm. 249, 2003, pp. 1126-1135, y, más reciente, *vid.* ALFARO, J., “La compraventa de empresas (iii): Contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”, en *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 27 de julio de 2021, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacendederecho.org/la-compraventa-de-empresas-iv-contenido-tipico-de-un-contrato-de-compraventa-de-empresa-spa-sale-purchase-agreement>>.

¹⁰¹ En este punto, la determinación de la cuantía puede ser un indicador clave para evaluar la tarifa de ruptura. Al fin y al cabo, cuanto más alta sea, mayor podrá ser la sospecha de que tras su configuración subyace un interés personal del administrador en persuadir a los socios, *vid.* COATES IV, J.C., “M&A Break Fees: U.S. Litigation vs UK Regulation”, *op. cit.*, p. 250, MAYANJA, J., “No-Shop, No-Talk and Break-Up Fee Agreements in Merger and Takeover Transactions: The Case for a Fresh Regulatory Approach”, *op. cit.* pp. 8-9, 11-12 y 31, AFSHARIPOUR, A., “Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees”, *op. cit.*, p. 1080, y ALFARO, J., “La compraventa de empresas (iii): Contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”, en *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 27 de julio de 2021, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacendederecho.org/la-compraventa-de-empresas-iv-contenido-tipico-de-un-contrato-de-compraventa-de-empresa-spa-sale-purchase-agreement>>, entre otros]. Aunque la literatura económica que se ha ocupado del asunto es escasa, existen estudios que avalan esta hipótesis en el sentido de que las *break-up fees* de cuantía moderada son ya eficaces a la hora de repercutir positivamente en la probabilidad de que la operación concluya con éxito, mientras que las comisiones elevadas son menos beneficiosas para los accionistas y, por tanto, tienden a provocar conflictos de agencia, *vid.* JEON, J.Q. y LIGON, J.A., “How much is reasonable? The size of termination fees in mergers and acquisitions”, en *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, 2011, pp. 959-981, no obstante, ANDRÉ, P., KHALIL, S. y MAGNAN, M., “Termination Fees in Mergers and Acquisitions: Protecting Investors or Managers”, *op. cit.*, p. 564. Sobre el impacto que este tema tiene en la jurisdicción norteamericana, donde los tribunales han marcado en torno al 4-5 por 100 el extremo más alto de lo que se considera tolerable, *vid.* FOX, D., “Breakup Fees — Picking Your Number”, en *HLS Forum on Corporate Governance*, entrada de blog de 11 de septiembre de 2012, disponible a fecha de publicación en: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2012/09/11/breakup-fees-picking-your-number/>>; BOMBA, A.P., EPSTEIN, E., FLEISCHER, A., GOLDEN, P.S., RICHTER, P., SCHWENKEL, R.C., SHINE, D.N., SORKIN, J.E. y WEINSTEIN, G., “Termination Fees: Possible Expanded Judicial Flexibility— Comverge, Practice Tips and Ideas for Structuring”, en *The M&A Lawyer*, vol. 19, 2015, pp. 15-22, y, sobre todo, RESTREPO, F. y SUBRAMANIAN, G., “The New Look of Deal Protection”, en *Stanford Law Review*, vol. 69, 2017, pp. 1013-1074.

¹⁰² Sobre el deber de legalidad o cumplimiento normativo como manifestación del deber de diligencia, a nivel doctrinal, en general, *vid.* PAZ-ARES, C., “¿Existe un deber de legalidad de los administradores?”, *op. cit.*, pp. 2362-2460 y, sobre todo, NAVARRO FRÍAS, I., “El deber de legalidad de los administradores sociales”, *op. cit.* pp. 177-238.

La manifestación externa de ese deber de legalidad, sin pretensiones de exhaustividad y a modo de muestra meramente ilustrativa, se sitúa en el cumplimiento de las normas sectoriales de carácter administrativo que, en su caso, apliquen por razón de la actividad, sin olvidar otras disposiciones de carácter imperativo relacionadas con el régimen de inversiones exteriores, la normativa contable y fiscal o los aspectos de control de concentraciones.

En el plano interno, existen una serie de obligaciones societarias que los administradores de la sociedad vendedora no pueden ignorar cuando las cuotas de participación de la sociedad en venta formen parte del patrimonio de la propia sociedad vendedora. Concretamente, deberán prestar, desde la perspectiva de su deber de diligencia en su vertiente de cumplimiento normativo, especial atención a las normas de prohibición de asistencia financiera (cfr. arts. 143 y 150 LSC), así como a las restricciones que en su caso apliquen sobre el régimen de transmisibilidad de las cuotas de representación social.

A esta última categoría de deberes se uniría el de seguir un procedimiento de decisión adecuado, que se menciona en el art. 226 LSC y que, entre otras manifestaciones todavía no aludidas, se puede traducir en el cumplimiento de las reglas de competencia decisora previstas en la normativa societaria [cfr., especialmente, los arts. 160.f), 161 LSC y 249 bis LSC]¹⁰³, lo que explica la frecuencia con que, en la práctica, se incluyen manifestaciones acerca de la capacidad del vendedor para celebrar el contrato y sobre el poder de representación de sus administradores¹⁰⁴.

3.3. Los deberes contractuales en el período interino tras la firma del contrato de adquisición

a. Los deberes del administrador que nacen del contrato

La suscripción del contrato implica el nacimiento de nuevos deberes de los administradores derivados tanto de la ejecución del acuerdo definitivo como de la conservación de la empresa cuando la consumación de la operación no coincida en el tiempo con la firma del contrato. Esta última podrá tener lugar a la vez que el cierre (*closing*) o en un momento distinto, lo que implica la existencia de un período interino (*interim period*), cuyos efectos, previstos en el contrato, tendrán reflejo en el marco de actuación y en los deberes de los administradores, tal y como sucede cuando el contrato se somete al cumplimiento de alguna condición¹⁰⁵.

En el plano jurisprudencial tiene mucho interés la recentísima STS (Sala 1ª) 443/2023, de 31 de marzo (ECLI:ES:TS:2023:1290) y sus comentarios a cargo de MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “Deberes de control de la legalidad y acción social de responsabilidad de administradores. (STS, Sala Primera, núm. 1290/2023, de 31 de marzo del 2023)”, en *Análisis GA_P*, Mayo 2023, disponible a fecha de publicación en: <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2023/05/Deberes_control_legalidad.pdf>, NAVARRO FRÍAS, I., “‘Business judgment rule, legal judgment rule’ y deber de legalidad de los administradores sociales. Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo 1290/2023, de 31 de marzo”, en *RDM*, núm. 68, 2023, pp. 235-245, y PAZ-ARES, C., *ult. cit., passim*.

¹⁰³ Conforme, RECALDE, A., “Modificaciones en el régimen de diligencia de los administradores”, *op. cit.*, p. 266.

¹⁰⁴ *Vid.* HIERRO ANIBARRO, S. y ZUECO, T., “Aproximación a los deberes de administradores en las adquisiciones de empresa”, *op. cit.*, p. 583.

¹⁰⁵ Sobre el período de transición y los distintos pactos con que las partes suelen autorregular su comportamiento en esta fase y en la fase de consumación, *vid.* TORTUERO, J., “El contrato de compraventa de acciones”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, *cit.*, pp. 372-375, y ÁLVAREZ ARJONA, J.M., “Elementos comunes y la estrategia de cierre”, en ÁLVAREZ ARJONA, J.M. y CARRASCO, Á. (Dir.), *Adquisiciones de empresas*, *cit.*, pp. 74-90.

En efecto, es frecuente que las partes decidan diferir la consumación del contrato a condiciones suspensivas, positivas o negativas, sujetas a una fecha límite. Entre las condiciones positivas a menudo figura la obtención de autorizaciones y, en su caso, del consentimiento de quienes ostentan la posición sinalagmática opuesta en las distintas relaciones jurídicas de las que la sociedad es parte. De entre las negativas, la más frecuente es la supeditación de la consumación a la no concurrencia de un supuesto material adverso (*material adverse change*)¹⁰⁶.

Asimismo, a fin de conservar el valor de la empresa desde el momento de la firma del contrato (o también en otro momento anterior) hasta el cierre, las partes suelen configurar *ex contractu* un deber de conservación cualificado que se expresa en la obligación del vendedor (y, naturalmente, de los administradores) de continuar gestionando la empresa de forma continuada y diligente sin salirse del curso ordinario de los negocios (*ordinary course of business*)¹⁰⁷. Junto a ello, las partes pueden autoimponerse una obligación más o menos genérica de mejores esfuerzos (*best efforts*), que se puede concretar en la obligación de realizar las actuaciones que resulten necesarias para el cumplimiento de las condiciones y ulterior consumación del contrato.

b. La materialización del deber de conservación: el ordinary course of business

En las operaciones de M&A es habitual encontrarse con determinados pactos que imponen a la parte vendedora la obligación de continuar con la gestión normal de la empresa (*ordinary course of business*) que vaya a ser objeto de transacción durante el periodo interino¹⁰⁸.

Esta obligación, que habida cuenta de la naturaleza dinámica de la empresa solo puede ser de medios, se traduce, en condiciones normales¹⁰⁹, en que los administradores de la parte vendedora deberán, por una parte, seguir administrando la empresa de la misma forma en que venían haciéndolo antes de la transacción con arreglo a los usos y prácticas comerciales seguidos hasta

¹⁰⁶ Sobre el particular, entre otras aportaciones, *vid.* GILI, M., “Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas”, en *InDret*, núm. 1, 2013, pp. 1-19; FENOLLAR, M., “Las cláusulas MAC (Material Adverse Change) en los procesos de fusión y adquisición de empresas en el ordenamiento español”, en *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad de Alcalá*, núm. 12, 2019, pp. 195-220, y BAU CABESTANY, J., “La cláusula MAC en los contratos de compraventa de empresa. Consideraciones prácticas”, en *2019 Práctica Mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2018 de los grandes despachos*, Madrid, 2019, pp. 503-553. Sobre la frecuencia con que ésta y otra clase de cláusulas se presentan en el tráfico, desde un punto de vista estadístico y comparativo tanto por regiones como por tamaño de las empresas, *vid.* DLA PIPER, *Global M&A Intelligence Report 2021*, *cit.*, pp. 22-23, e *id.*, *Global M&A Intelligence Report 2022*, pp. 21 y 67.

¹⁰⁷ Sobre el juego conjunto al que se presta la combinación de las mentadas cláusulas, puesto de relieve tras la irrupción de la pandemia ocasionada por la COVID-19, *vid.* WEINSTEIN, G. y COOPERSTEIN, D.A. “Proposed Postpandemic Framework for Ordinary Course an MAE Provisions in Merger Agreements: Reviewing Recent Market Practice Changes and Addressing Skewed Incentives”, en *Yale Law Journal Forum*, vol. 131, 2021-2022, pp. 1047-1105, y, sobre todo, la interesante contribución de SUBRAMANIAN, G. y PETRUCCI, C., “Deals in time of pandemic”, en *Columbia Law Review*, vol. 121, 2021, pp. 1405-1480, que ha sido resumida, entre nosotros, por ALFARO, J., “Caso: la compra frustrada de Victoria’s Secret: MAE y OCB combinadas”, *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 28 de enero de 2022, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacenderecho.org/caso-la-compra-frustrada-de-victorias-secret-mae-y-ocb-combinadas>>.

¹⁰⁸ Sobre el particular, *vid.* TORTUERO, J., “El contrato de compraventa de acciones”, *op. cit.*, pp. 372-374, y, sobre todo, HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa*, *op. cit.*, pp. 445-449 y 614-620.

¹⁰⁹ Otra cosa cabría decir cuando deba afrontarse una circunstancia extraordinaria y sobrevenida durante el periodo interino que afecte al orden natural de las cosas, como ha puesto de relieve la reciente pandemia, al respecto, *vid. Supra*. nota a pie núm. 105.

la fecha y, por otra, no llevar a cabo operaciones extraordinarias que resulten extrañas a la práctica mercantil cotidiana que venía realizando la empresa.

La función que cumple es evidente, eliminar el llamado “riesgo moral”, concepto económico que, como es conocido, implica que un individuo asume en sus decisiones mayores riesgos cuando las posibles consecuencias de sus actos las sufre un tercero y no él. De esta manera, se busca desalentar el comportamiento oportunista al que podría verse tentado quien, habiendo vendido ya la empresa por un precio determinado o determinable, mantiene su control y no tiene incentivos para asumir el coste asociado a su conservación y/o tiene opciones de seguir lucrándose a base de continuar extrayendo una parte de su valor a riesgo exclusivo de quien ya hubiera aceptado comprarla¹¹⁰.

Aisladamente considerada, esta genérica obligación dice poco, en tanto que no deja de ser una reproducción del deber general de diligente conservación de la cosa, que recae sobre quien se ha obligado a entregarla (arts. 1.094 y 1.122 CC) y, quizá, más significativamente, *mutatis mutandi*, dada la naturaleza dinámica de la empresa, de la obligación del vendedor, que contiene el párrafo primero del art. 1.468 CC de entregar al comprador la cosa vendida en el estado en que se hallaba en el momento de perfección del contrato¹¹¹.

Sin embargo, en la práctica, esta genérica obligación suele acompañarse de otros pactos específicos de naturaleza prohibitiva —de no llevar a cabo determinadas actuaciones o, en su caso, de no hacerlas sin el consentimiento de la compradora— que precisan con mayor detalle la guía de actuación a la que deben atenerse los administradores a fin de no alterar significativamente la integridad de la empresa vendida¹¹².

En supuestos no conflictivos, la yuxtaposición del deber general de conducta de los administradores que determina el art. 225 LSC con el estándar de conducta que se pueda perfilar en esta clase de pactos, no debería presentar más problemas de los que ya lleva aparejados en la práctica la concreción del deber de comportamiento de un ordenado empresario en casi cualquier supuesto de hecho dado.

No obstante, el grado de dificultad podrá variar en función del esfuerzo y del acierto con que las partes hayan diseñado *ex ante* el contenido de la cláusula¹¹³. No será lo mismo que la cláusula se limite a decir que “la empresa llevará a cabo sus actividades únicamente en el curso ordinario y de acuerdo con las prácticas anteriores”, a que diga lo siguiente:

“Salvo en la medida en que se permita o exija específicamente en el presente contrato, durante el periodo interino la actividad del vendedor se desarrollará en el curso ordinario

¹¹⁰ Vid. SUBRAMANIAN, G. y PETRUCCI, C., “Deals in time of pandemic”, *op. cit.*, pp. 1413, 1417-1418.

¹¹¹ Conforme, HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa*, *op. cit.*, esp., pp. 445-449.

¹¹² Pueden verse numerosos ejemplos en LAW INSIDER, “Business in the Ordinary Course: Sample Clauses”, en *lawinsider.com*, sitio web, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.lawinsider.com/clause/business-in-the-ordinary-course>>.

¹¹³ Sobre todo del acierto, toda vez que, según sugiere la literatura empírica reciente, esta cláusula es, junto a la que se ocupa de definir los supuestos de *material adverse change*, a la que más tiempo dedican los letrados inmersos en una operación de M&A, vid. BADAWI, A.B., DE FONTENAY, E. y NYARKO, J., “The Value of M&A Drafting”, en *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series*, núm. 14, 2023 (se maneja la versión disponible en SSRN).

de los negocios, de conformidad con las prácticas anteriores, y el vendedor no celebrará ningún contrato o compromiso, ni participará en ninguna transacción que pueda preverse razonablemente que (por separado o en su conjunto) tenga un efecto adverso sustancial para el vendedor. Si el vendedor desea realizar una operación extraña al curso ordinario de los negocios y dicha operación implica una contraprestación igual o superior a n euros, deberá obtener, con carácter previo, el consentimiento por escrito del comprador”

Ni que decir tiene que, tomando por referencia el valor de n euros para la determinación de lo que deja de ser un gasto cuantitativamente ordinario, normalmente, será mucho más sencillo evaluar el cumplimiento de la cláusula en el segundo supuesto.

Ahora bien, dejando al margen las imponderables dificultades que, dada la indeterminación del término, podría llegar a entrañar en la práctica el ejercicio de revisión *ex post* de la conducta llevada a cabo por los administradores de la vendedora y los problemas próximos al Derecho de la competencia que la suscripción no autorizada de esta clase de pactos podría plantear¹¹⁴, interesa exponer brevemente un supuesto en el que el contenido de esta obligación puede llegar a colisionar con el interés social de la sociedad vendedora. El supuesto conflictivo que se baraja está llamado a surgir en aquellos *share deals* en los que no todos los socios de la sociedad vendedora vayan a transmitir su cuota de participación social.

En un escenario como el descrito, el cumplimiento de la obligación de hacer o no hacer embebida en la cláusula de referencia será exigible para los socios transmitentes de la cuota de control, quienes se verán compelidos contractualmente a votar a favor o en contra de los distintos acuerdos que se sometan a su consideración, según se escapen o no del curso ordinario de los negocios, lo que puede ser fuente de posibles conflictos de interés. En cambio, el órgano de administración solo se ve compelido por el interés social, que no necesariamente coincidirá con el de los socios vendedores, lo que puede plantear un problema a los administradores en un momento tan temprano como el de la negociación de la cláusula en nombre de la sociedad, dado que en un momento posterior pueden verse obligados a proponer, acordar o ejecutar operaciones extrañas al curso ordinario de los negocios cuando vayan en el mejor interés de la sociedad¹¹⁵.

c. *La incidencia de la cláusula de best efforts en la conducta debida por el administrador*

La cláusula de *best efforts* o *best endeavours* incide sobre el estándar de diligencia con el que las partes están llamadas a cumplir sus obligaciones en orden a la realización del contrato al que se vinculen. Una cláusula genérica de *best efforts* o mejores esfuerzos estándar se podría expresar en los siguientes términos:

¹¹⁴ Piénsese, particularmente, en los posibles problemas de concentración económica o *gun jumping* que podría llegar a entrañar el control, no autorizado y potencialmente anticompetitivo, que la empresa compradora puede ejercer sobre la empresa *target* cuando las inversiones que esta última pretenda realizar queden supeditadas a la previa aprobación de la parte compradora. En este sentido, para una primera aproximación a este tema, *vid.* IGARTUA, I., “Fusiones y adquisiciones y derecho de la competencia: qué permiten y qué no permiten las normas de competencia antes del cierre de una operación”, en GA_P, *Notas de Competencia*, núm. 13, noviembre 2015, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/notas-de-competencia-13-2015.pdf>>.

¹¹⁵ *Vid.* HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa, op. cit.*, pp. 615-616.

“Con sujeción a los términos y condiciones establecidos en el presente contrato, cada una de las partes empleará sus mejores esfuerzos para cumplir, o hacer que se cumplan, todas las medidas, condiciones y obligaciones necesarias, apropiadas o aconsejables en virtud de la normativa aplicable, de modo que la transacción aquí contemplada se pueda consumir y hacer efectiva tan pronto como sea posible de conformidad con los términos del presente contrato”

Obviamente, el grado de concreción puede ser mayor. En este sentido, no es difícil pensar en pactos de mejores esfuerzos mucho más determinados en los que se insta a una de las partes a hacer todo lo que sea posible para que se cumpla una concreta condición¹¹⁶. Quizá el ejemplo más sencillo de imaginar sea aquel en que, estando la operación condicionada a la previa autorización de la autoridad de la competencia, la parte compradora se comprometa a emplear sus mejores esfuerzos en orden a procurar el pronunciamiento positivo del regulador¹¹⁷.

En ausencia de esta clase de pactos, el estándar de diligencia exigible a las partes involucradas en la transacción, en tanto que empresarios, sería el general de un ordenado comerciante, cuyo equivalente convencional, en este punto, podría ser aquel de *commercially reasonable efforts*. El patrón de conducta exigible será mayor cuando una de las partes, no contenta con obligarse a emplear un esfuerzo razonable para alcanzar la finalidad propuesta, se obligue a utilizar en dicho empeño sus mejores esfuerzos o, lo que es lo mismo, se comprometa a destinar todos los medios que estén a su alcance para la consecución del objetivo marcado¹¹⁸.

Conjugar la falta de concreción habitualmente presente en esta clase de pactos con la propia del estándar general del ordenado empresario puede resultar complejo cuando las partes que suscriben una cláusula genérica, como la descrita, son empresarios sociales e intervienen a estos efectos a través de sus administradores. Llegado el caso, habría que distinguir dos planos: el que vincula a la sociedad compradora con la sociedad vendedora y el que vincula a cada una de estas dos sociedades con sus respectivos órganos de administración.

En ambos planos, la conducta de quien ocupa la posición deudora (en el primero, una sociedad frente a la otra, en el segundo, los administradores frente a la sociedad que representan) deberá evaluarse conforme al estándar convenido y, a falta de éste, conforme al patrón general del ordenado empresario. Si los estándares coinciden, su juicio podría solaparse. Este estado de relaciones, en cambio, podría complicarse, al menos en apariencia, si el estándar de

¹¹⁶ Cfr. más ejemplos en LAW INSIDER, “Best Efforts: Sample Clauses”, en lawinsider.com, sitio web, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.lawinsider.com/clause/best-efforts>>.

¹¹⁷ Este mismo ejemplo se plantea y analiza, con algunas consideraciones de interés, en VÉRGEZ, C., RECALDE, A. y ALCÁZAR, E., “La cláusula ‘best efforts’ como patrón de diligencia en las compraventas de empresas y sus efectos sobre el Derecho de la competencia”, en *2019 Práctica Mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2018 de los grandes despachos*, Madrid, 2022, pp. 197-201. Sobre esta clase de cláusulas, en general, aunque de forma breve, vid. GIMENO BEVIÁ, V., *Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa*, op. cit., p. 267, y CARRASCO, Á., “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento”, op. cit., pp. 282-283.

¹¹⁸ Conformes, VÉRGEZ, C., RECALDE, A. y ALCÁZAR, E., “La cláusula ‘best efforts’ como patrón de diligencia en las compraventas de empresas y sus efectos sobre el Derecho de la competencia”, op. cit., p. 200. En contra, mezclando la lógica que sirve para distinguir entre las obligaciones de medios y de resultados con la que permite diferenciar distintos niveles de diligencia exigible en el cumplimiento de las obligaciones y concluyendo que la distinción entre *best endeavours*, *reasonable endeavours* y *commercially reasonable endeavours* no es relevante para el Derecho español, vid. ROIG, F. y MAROTO, T., “Private M&A in Spain”, en *Lexology*, 2019.

comportamiento que rige la relación externa intersocietaria (compradora-vendedora) es uno (por ejemplo, el estándar cualificado de *best efforts*) y el que rige la relación intrasocietaria (administrador-sociedad) es otro (por ejemplo, el general del ordenado empresario o, incluso, uno menos oneroso determinado estatutariamente).

En el primer caso, es decir, cuando los estándares coinciden, lo normal será pensar que la actuación negligente de la sociedad que incumpla frente a la otra sea fruto de la actuación negligente del administrador para con dicha sociedad, sin que ello precluya, naturalmente, la protección que la *business judgement rule* pueda conferir a los administradores en el segundo plano.

Más complicado es determinar si, en el segundo supuesto, cabría exigir al administrador un esfuerzo mayor del que le corresponde emplear por razón de su cargo. De ser así, el administrador que no aumenta sus esfuerzos y, por tanto, no actúa de manera plus-diligente para procurar los mejores esfuerzos de la sociedad que representa podría llegar a responder frente a ésta (vía acción social) o frente a la sociedad acreedora (vía acción individual) por los daños causados a resultas de su comportamiento no acorde con el estándar de diligencia debido. En caso contrario, el administrador podría no tener suficientes incentivos para aumentar sus esfuerzos a fin de que la empresa obligada, cuya gestión le compete haga lo propio.

El problema, en puridad, solo afecta a los supuestos en que son los propios administradores de las sociedades potencialmente obligadas quienes se ocupan de la confección de la cláusula, por lo que, al respecto, interesa considerar, sobre todo, los supuestos de *asset deal*, en general, y los de *share deal* en sede de grupos, cuando el administrador de la sociedad matriz sea quien promueve la venta de alguna filial¹¹⁹.

En estos supuestos, los administradores de las sociedades involucradas deberán tener en cuenta en el momento de la negociación cuál es el estándar que sirve para medir su comportamiento y cuál es el estándar que va a medir, en adelante, el comportamiento de la sociedad que representan frente a la otra sociedad tratante. Tan solo deberán suscribir cláusulas conforme a las cuales el nivel de esfuerzo que asuma la sociedad que representan para conseguir el cierre de la operación de M&A no sea exorbitante y pueda alcanzarse mediante el esfuerzo previo canalizador que estos mismos administradores estén llamados a asumir en su labor de dirigir la actuación que la sociedad deba desplegar a tal fin.

Lo contrario, es decir, obligar a la sociedad a asumir un estándar más exigente y riguroso, podría interpretarse de varias formas. Por un lado, si resulta que los administradores no están dispuestos a asumir el esfuerzo adicional que fuera pertinente para que la sociedad, que representan y a la que han comprometido, cumpla su obligación de mejores esfuerzos frente a la otra, se entendería como una conducta dolosa contraria al interés social. Por otro lado, si resulta que sí están dispuestos a asumir ese esfuerzo, pero ni así consiguen lo prometido, se trataría de una conducta negligente.

¹¹⁹ En el caso de que sean los socios que vayan a transmitir su cuota de control sobre la empresa en venta quienes suscriban la cláusula de mejores esfuerzos, serán ellos los obligados y no los administradores de la sociedad en venta, cuya conducta no se debe a los socios transmitentes, sino a la sociedad, en los términos que determinen su vinculación para con ésta.

Si se admite cualquiera de estas tesis, el resultado último podría ser parecido. Al fin y al cabo, si los administradores no incrementan su esfuerzo para que la sociedad que representan haga lo propio y cumpla frente a la otra, serán éstos quienes podrían terminar asumiendo el coste del incumplimiento, ya sea directamente, si es que la sociedad afectada interpone, en calidad de acreedor, una acción individual contra los administradores de la incumplidora, ya lo sea de manera indirecta, si quien primero paga es la sociedad que incumple, pero luego ésta repite frente a los administradores por el expediente de la acción social.

d. Otros deberes que considerar tras la firma del contrato

Por último, en el momento del cierre, las partes quedarán obligadas (y, en su esfera de actuación, los administradores) a realizar las actuaciones necesarias para la ejecución del contrato. En esencia, el pago del precio y la transmisión de la cosa, con arreglo a las formalidades que fueran necesarias (sabido es ya que el régimen de transmisión podrá ser distinto, según se trate de acciones, participaciones o activos), pero también aquellas otras actuaciones de duración prolongada o ejecución diferida contenidas en la cláusula de cierre.

4. Los deberes de los administradores en la fusión de sociedades

4.1. Los deberes en la fase preliminar de la fusión

La fusión de sociedades es una de las operaciones de concentración empresarial a la que con frecuencia se recurre, ya sea de manera exclusiva o en conjunción con otras en el marco de esquemas negociales más complejos, para la articulación de la operación de transferencia del control de la empresa.

A diferencia de lo que sucede con respecto a las operaciones de adquisición privada, el rol de los administradores en la fusión viene mayormente detallado en las disposiciones legales que contienen su régimen, integradas en el texto del RDME. De esta manera, en el desarrollo de una fusión habrá decisiones exhaustivamente reguladas en las que el deber general de diligencia de los administradores se concrete en su manifestación de cumplimiento normativo y otras donde exista cierto margen de actuación sujeto a la regla de la discrecionalidad empresarial¹²⁰.

El proyecto común de fusión (arts. 4, 39 y 40 RDME) es el resultado de un proceso previo de negociaciones entre los órganos de administración de las sociedades involucradas en la operación¹²¹. Por impulso de la junta o por iniciativa propia del órgano de administración, el

¹²⁰ La incertidumbre generalmente asociada a la concreción del estándar general de comportamiento diligente sobre un supuesto de hecho particular (esto es, su traducción en uno o varios deberes específicos exigibles), puede reducirse mediante el desarrollo judicial, el doctrinal y a través de la tipificación legal, *vid.* LLEBOT, J.O., “El deber de diligencia (art. 225.1 LSC)”, *op. cit.*, pp. 331-332. En este sentido, la LSC (*ex art.* 225.1 LSC), por una parte, contempla el deber de cumplimiento normativo como parte integrante del deber de diligencia y el RDME, por la otra, ofrece una detallada guía legal conforme a la que articular modificaciones estructurales. Lo uno junto a lo otro constituye un buen ejemplo del tercer modelo de reducción de incertidumbre.

¹²¹ Sobre la etapa anterior a la elaboración del proyecto de fusión, *vid.* LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles: fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, Cizur Menor, 2000, pp. 143-259; CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “Artículos 233 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas”, en URÍA, R., MENÉNDEZ, A., Y OLIVENCIA, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IX, vol. 2, Cizur Menor, 2008, pp. 92-104. Tras la entrada en vigor de la LME, LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto de fusión”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.,

proceso de negociaciones —fusiones intragrupo al margen— suele iniciarse con ayuda de terceros expertos mediante la recopilación al efecto de la información acerca de la sociedad *target* potencialmente óptima para alcanzar el fin deseado¹²².

Una vez identificada, el siguiente paso será entrar en contacto con sus respectivos representantes y negociar, intermediando la firma de una carta de intenciones, la realización de una *due diligence* y las consultas a las autoridades fiscales o de la competencia que fueran oportunas, el protocolo de fusión (*merger agreement*) con arreglo al cual, llegado el caso, preparar el proyecto de fusión.

Se trata, pues, de una fase de tratos preliminares y de acuerdos preparatorios que cae fuera del ámbito de aplicación del RDME y se rige por los principios generales del Derecho privado general, en conjunción con las normas de Derecho societario, y que sigue un esquema-tipo que combina las etapas preliminar y preparatoria de los procedimientos más comunes de transferencia de control de una empresa.

Así las cosas, tal y como análogamente sucede en el contexto de las adquisiciones privadas de empresa, a medida que se vayan suscribiendo estos acuerdos, los deberes precontractuales, eventualmente imperantes por aplicación del principio de la buena fe, irán cediendo terreno a los deberes contractuales y las partes podrán quedar obligadas, en los términos que hubieran convenido, a llevar a cabo las actuaciones que fueran menester para redactar y suscribir el proyecto de fusión.

Obviamente, el poder de los administradores podría ser bastante para obligar hasta cierto punto a las sociedades que representan a través de las asunciones asumidas en los distintos pactos preliminares y accesorios de alcance meramente preparatorio del proyecto de fusión. De ahí que, *mutatis mutandi*, cabría pensar en el mismo escenario y deberes que los descritos con excusa de los acuerdos preparatorios del contrato de las operaciones de adquisición privada, de los que merece recordar lo ya referido respecto al alcance de las *break-up fees*, condicionadas en la fusión por el poder decisorio último de las juntas generales de socios¹²³. La suscripción posterior del proyecto daría paso a la que el antiguo art. 239 LSA, correlativo con el art. 39 RDME, denominó “preparación de la fusión”, hoy redenido como “proyecto común de fusión”, que se consuma con su aprobación por las juntas generales de las sociedades involucradas en la fusión [arts. 160.g) LSC y 47 RDME].

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, t. I, Cizur Menor, 2009, pp. 489-501, esp. 434-439, y MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, *op. cit.*, pp. 5-73.

¹²² La doctrina mayoritaria entiende que iniciar los tratos preliminares que conducen al proyecto de fusión cae dentro del ámbito de actuación de los administradores. Claro está que la decisión última de ejecutar la operación recae sobre la junta, pero, con carácter general, el órgano de administración es perfectamente competente para iniciar las negociaciones. Más ampliamente, *vid.* LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles*, *op. cit.*, pp. 146-166; MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles*, *op. cit.*, 2010, p. 18-33, y GONZÁLEZ-MENESES, M. y ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, 2ª ed., Madrid, 2013, p. 142

¹²³ *Vid. Supra*, 3.1 y 3.2.

4.2. Los deberes durante la fase preparatoria de la fusión

a. Los deberes tras la aprobación del proyecto de fusión

El proceso de negociaciones previas culmina con la suscripción del proyecto común de fusión por parte de los órganos de administración de las sociedades participantes. En principio, este documento se firma por todos los miembros de los órganos de administración involucrados, de lo contrario deberá indicarse en el proyecto la razón por la que faltase la firma de algún administrador (art. 39.1 *in fine* RDME)¹²⁴. Eventualmente, y según el caso, la ausencia de firma que traiga causa en la desaprobación de un administrador podrá tener efectos exoneratorios en sede de distribución de la responsabilidad (art. 237 LSC)¹²⁵.

A diferencia de lo que acontece con el protocolo de fusión, la elaboración del proyecto es una exigencia de origen legal y, por tanto, inexcusable en cualquier procedimiento de fusión. Una de sus funciones más elementales es la de informar a los socios para que, llegado el caso, puedan adoptar la decisión que entiendan más beneficiosa (arts. 8, 46 y 47 RDME, no obstante, arts. 9, 53 a 56 RDME).

La suscripción del acuerdo por el órgano de administración genera efectos para todos los administradores, incluidos los disidentes. Desde ese momento, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 39.2 RDME, recaerán sobre todos ellos los deberes negativos de no entorpecer la fusión y de no alterar significativamente la relación de canje; y, en el reverso, según cabe inferir del primero de ellos y de lo seguidamente predicado por el RDME, el deber positivo de seguir administrando la sociedad e impulsando la fusión, mediante la adopción de los trámites subsiguientes que fueran necesarios para su culminación. Estos deberes, que a continuación se analizan separadamente, quedarán supeditados a la aprobación ulterior del proyecto por parte de las juntas de socios dentro de los seis meses siguientes (art. 39.3 RDME).

b. El deber de no entorpecer la fusión

El deber genérico de no entorpecer la fusión, que surge para los administradores tras la firma del proyecto, se contempla por la norma en los siguientes términos: “los administradores de las sociedades que se fusionen se abstendrán de realizar cualquier clase de acto o de concluir cualquier contrato que pudiera comprometer la aprobación del proyecto” (art. 39.2 RDME).

El paralelismo que este deber guarda con algunos de los deberes precontractuales que podrían llegar a existir por derivación del principio general de la buena fe, aplicable también en la fase

¹²⁴ Sobre la elaboración del proyecto de fusión y su contenido, *vid.* LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles*, *op. cit.*, pp. 262-425, y CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “Artículos 233 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas”, *op. cit.*, pp. 104-164. Tras la entrada en vigor de la Ley/3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante LME, hoy derogada por el RDME, disposición derogatoria única), *vid.* LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto de fusión”, *op. cit.*, pp. 439-483, y MERCADAL VIDAL, F., “El proyecto de las modificaciones estructurales”, en ROJO, A., CAMPUZANO, A.B., CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A. (Coords.), *Las modificaciones estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Cizur Menor, 2015, pp. 55-134.

¹²⁵ A favor de esta idea, *vid.* CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “Artículos 233 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas”, *op. cit.*, p. 109, y RECAMÁN, E., “La responsabilidad de los administradores en relación con la determinación del tipo de canje en la fusión”, en *RdS*, núm. 39, 2012, pp. 107-128, p. 110, nota 21, con referencias a opiniones diversas.

de tratos preliminares de la fusión, parece evidente. Cabría pensar, en concreto, en el deber de conservar el estado de la empresa, manifestado en el de continuar gestionando la empresa sin salirse del curso ordinario de los negocios, ya sea por aplicación analógica de los arts. 1.094, 1.122 y 1.468, párrafo primero, CC, ya lo sea por pacto expreso, y en el deber más general de no romper injustificadamente las negociaciones¹²⁶.

El legislador es consciente de que el contrato definitivo que se pretende (*rectius*: la fusión) no ha sido perfeccionado por faltar al efecto la aprobación de los socios, pero no desconoce el valor de los primeros acuerdos preparatorios y tipifica así un deber de *fair dealing* en interés de la confianza recíprocamente depositada entre las sociedades implicadas en la fusión.

La finalidad de este precepto no es otra que la de desalentar la ruptura de las negociaciones y, dentro de ésta amplísima *ratio*, la más específica de conservar el estado de la empresa para que prospere la operación. Obviamente, el carácter dinámico de la empresa no casa con el estático de la norma, de ahí que el legislador haya configurado el deber de los administradores como una obligación de medios (no así para la compraventa el art. 1.468, párrafo primero, CC), cuyo incumplimiento deberá valorarse por el grado de diligencia con que hubieran actuado¹²⁷.

c. *El deber de no modificar sustancialmente la relación de canje*

La importancia que encierra la relación de canje, equivalente, aunque no sin matices, al precio en la compraventa¹²⁸, es razón para que sea objeto de atención separada por el legislador dentro del mismo precepto: “los administradores de las sociedades que se fusionen se abstendrán de realizar cualquier clase de acto o de concluir cualquier contrato que pudiera (...) modificar sustancialmente la relación de canje de las acciones, participaciones o cuotas” (art. 39.2 RDME).

¹²⁶ Este paralelismo entre los deberes de conservación o custodia de origen prenegocial (buena fe), contractual (*ordinary course of business clauses*) y legal (art. 39.2 RDME) que, de una u otra forma, acaban por presentarse a lo largo de sus distintas fases en las diversas modalidades de operaciones de transmisión de control de empresa, se aprecia ya en HERNANDO CEBRIÁ, L., “Contenido del contrato de compraventa y de otras transmisiones de PYMES”, *op. cit.*, pp. 180-181.

¹²⁷ El RDME no contempla subsistema de responsabilidad alguno, por lo que el sistema de responsabilidad que aplica en caso de que la actuación de los administradores causase un daño, será el más general de los artículos 236 LSC y siguientes, de manera que solo responderán de los daños causados los administradores que de forma culposa —ya por negligencia, ya por dolo (por ejemplo, en un supuesto de deslealtad en que el interés del administrador que vaya a verse abocado a cesar se encuentre conflictuado con el de la sociedad)— entorpecieran la fusión. No así quienes ocupándose diligentemente de la gestión de la sociedad tomasen alguna decisión que terminase comprometiendo el éxito de la fusión, *contra* LARGO GIL, R., “El deber de abstención de los administradores durante el período intermedio de una fusión de sociedades”, en *RdS*, núm. 64, 2022, pp. 143-144, e ID., *La fusión de sociedades mercantiles*, *op. cit.*, p. 379.

¹²⁸ Las operaciones de fusión quedan principalmente caracterizadas, entre otras cosas, por la integración de los socios de las sociedades participantes en la resultante, lo que se traduce en que la contraprestación a cambio de la cesión en bloque del patrimonio de las participantes no es recibida por las fusionadas, sino por sus socios, quienes, a cambio, no recibirán dinero, sino una cuota o un número de acciones o participaciones de la sociedad resultante en proporción a la participación que respectivamente les corresponda (art. 35 RDME). El tratamiento contable que merece la entrega de acciones o participaciones es el mismo que recibe la entrega de efectivo a los vendedores de los derechos de propiedad sobre la empresa adquirida en otro tipo de operaciones de toma de control, *vid.*, en este sentido, GONZALO ANGULO, J.A. y LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A., “El régimen contable de las combinaciones de negocios (I): el método de adquisición”, en *Las modificaciones estructurales de las Sociedades Mercantiles*, *cit.*, pp. 786-788.

El tipo de canje es el elemento económico de mayor importancia en las operaciones de fusión y su modificación sustancial equivale a alterar del mismo modo las circunstancias que fueron tenidas en cuenta a la hora de negociar y preparar el proyecto común de fusión¹²⁹. Su fijación afecta directamente al patrimonio de los socios de las sociedades absorbidas (ya sea por la sociedad absorbente o por la de nueva creación), cuya contraprestación dependerá de tal determinación, e indirectamente a los socios de la sociedad absorbente, cuando la hubiere, por el factor dilutivo de su cuota de participación social. De ahí que el RDME se preocupe de su correcta determinación en sucesivas ocasiones (sobre todo, arts. 5.3.2º, 6.1.2º, 36, 40.3ª, 41.3 y 49 RDME) y que su incorrecta fijación pueda llegar a constituir, en caso de que el decalaje persista hasta la aprobación del acuerdo, un ejemplo sencillamente imaginable de lesión en el patrimonio de los socios¹³⁰.

Un daño patrimonial de esta naturaleza repercutiría en unos administradores sociales escasamente diligentes con la determinación del tipo de canje. En principio, el socio perjudicado podría acudir al procedimiento impugnatorio específico para la revisión del tipo de canje (art. 49.1 RDME), contemplado por la norma como una manera de conciliar el principio de conservación de la fusión (arts. 11.2º, 16.2 y 49.3 RDME) con el interés minoritario del socio eventualmente perjudicado.

Esta acción impugnatoria, por lo demás y en la medida en que la normativa de modificaciones estructurales deja a salvo las acciones resarcitorias que correspondan a socios y terceros (art. 16.2 *in fine* RDME), resulta perfectamente compatible con la acción individual de responsabilidad (art. 241 LSC), que podría corresponder a los socios dañados que, no habiendo acudido, o habiéndolo hecho sin éxito, a la vía del art. 49.1 RDME, hubieran votado en contra del acuerdo de fusión o, condicionados por la información imprecisa o incompleta facilitada por los administradores, se hubiesen abstenido o hubieran votado a favor¹³¹.

Cuando la decisión del administrador haya contribuido a la generación del daño¹³², la antijuricidad de su comportamiento, en cuanto que podrá ser discrecional, al menos, en lo que afecta a la determinación del valor real del patrimonio de las empresas sociales involucradas (art.

¹²⁹ A favor de esta idea, *vid.* LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto de fusión”, *op. cit.*, p. 459, y SERRANO ACITORES, A., “El administrador societario en las fusiones”, en CAMACHO DE LOS RÍOS, F. J., ESPIGARES HUETE, J.C. y VELASCO FABRA, G.J. (Dirs.), *La administración de las sociedades de capital desde una perspectiva multidisciplinar*, Cizur Menor, 2019, pp. 109-143, p. 117.

¹³⁰ Conforme con esta idea, con ejemplos y detalles de la transcendencia práctica que efectivamente, con arreglo a la antigua LME, ha venido teniendo la fijación inadecuada del tipo de canje, *vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La fase de ejecución (Escritura Pública e Inscripción en el Registro. Impugnación)”, en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, I, *cit.*, pp. 645-720, esp., 692-693.

¹³¹ El tema de la tutela resarcitoria, apreciado ya por MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital*, Madrid-Barcelona, 2005, pp. 285-286, ha sido revisado, con apoyo en la LME, por FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *ult. cit.*, pp. 706-713 y, con cierto detalle, por RECAMÁN, E., “La responsabilidad de los administradores en relación con la determinación del tipo de canje en la fusión”, *op. cit.*, *passim*. En lo que refiere a las acciones tutelares del socio, resta si acaso decir que el RDME, a diferencia de su predecesora, no contempla ya la otra acción impugnatoria, otrora acumulable con las anteriores, que antes se regulaba en el art. 47 LME.

¹³² El daño en la posición del socio perjudicado podrá ser fruto de la actuación (exclusiva o concurrente) del administrador y/o de otros agentes como expertos contables o bancos de inversión.

36.1 RDME)¹³³, no podrá presumirse (*ex art. 236.1, párrafo segundo, LSC*), sino que deberá de evaluarse con arreglo a la *business judgement rule* (art. 226 LSC). A este respecto, el presupuesto de aplicación de la regla de la discrecionalidad empresarial sobre la información suficiente podría quedar cubierto por la opinión del experto independiente relativa a la adecuación del tipo de canje (arts. 6.1.2º y 6.4 RDME).

Por el contrario, la presunción de culpabilidad sí que tendrá recorrido cuando se incumpla alguno de los deberes legales de índole procedimental que la norma de modificaciones estructurales contempla en beneficio de la correcta determinación de la cuota de canje. Sucede así que la inobservancia de los artículos 40.3ª y 5.3.2º RDME, en orden a la toma en consideración de este elemento, ya sea en el proyecto de fusión, ya en el informe de los administradores, será contraria al deber de legalidad que el de diligencia implica en su manifestación de cumplimiento normativo o, lo que es lo mismo, negligente o culposa.

d. *El deber de impulsar la fusión*

El deber genérico de impulsar la fusión comprende los deberes específicos y, más o menos, instrumentales o procedimentales de publicar el proyecto (art. 7 RDME), de elaborar y divulgar un informe sobre el proyecto (art. 5 RDME), de encargar y difundir, en su caso, un informe sobre el proyecto a un experto independiente (arts. 6 y 41 RDME), de convocar e informar a los socios para que decidan (arts. 5.6, 7, 46 y 47 RDME) y, por último, de publicitar, formalizar e inscribir el acuerdo de fusión (arts. 10, 50 y 51 RDME).

La primera concreción del deber de impulsar la fusión consistirá en publicar el proyecto en la página web corporativa o en el Registro Mercantil y seguidamente en el BORME (art. 7 RDME). Se trata de un trámite instrumental y exhaustivamente regulado que, como muchos de los que le siguen, tiene finalidad informativa.

Los administradores, a continuación, deberán preparar el informe de los administradores sobre el proyecto de fusión (art. 5 RDME y arts. 9 y 53-56 RDME para las fusiones especiales)¹³⁴. La norma, en asimetría con respecto a la que se ocupa del proyecto (de nuevo, art. 39.1 *in fine* RDME), no ha previsto la posibilidad ni la consecuencia jurídica de que el informe de administradores no cuente con la firma de todos ellos, aunque la posibilidad cabe y la consecuencia podría ser la misma por analogía (*cfr.*, también, art. 253.2 LSC)¹³⁵.

¹³³ Vid. CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “Artículos 233 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas”, *op. cit.*, pp. 131-138, y, últimamente, con más referencias, *vid.* RECAMÁN, E., “La responsabilidad de los administradores en relación con la determinación del tipo de canje en la fusión”, *op. cit.*, pp. 112.

¹³⁴ Sobre la elaboración del informe de administradores, *vid.* CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “Artículos 233 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas”, *op. cit.*, pp. 199-217, y LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles: fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, *op. cit.*, pp. 271, 425-466, con referencias al viejo 237 LSA. Tras la entrada en vigor de la LME, *vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión”, en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, I, *op. cit.*, pp. 489-501, y CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “El informe de los administradores en las modificaciones estructurales”, en *Las modificaciones estructurales de las Sociedades Mercantiles*, I, *cit.*, pp. 225-263.

¹³⁵ A favor de esta idea, *vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión”, *op. cit.*, p. 496.

El contenido del informe de administradores se disciplina en el RDME con más detalle que en el régimen previgente. La LME, sin ser tan exhaustiva a este respecto, como lo era con relación al proyecto de fusión, se limitaba a exigir cuatro referencias necesarias. En primer lugar, una referencia general, aunque suficientemente detallada, de los aspectos jurídicos y económicos de la operación; en segundo lugar, una referencia especial al tipo de canje; en tercer lugar, una referencia específica a las concretas dificultades de valoración que hubieran podido presentarse; y, por último, una referencia a las implicaciones, a menudo contrapuestas, que la fusión pudiera tener de cara a socios, acreedores y trabajadores (art. 33 LME). Pese a la vaguedad de la norma, la doctrina entendió que, mediante la exigencia legal del informe, los administradores quedaban obligados a explicar este contenido de forma razonada, justificada y detallada¹³⁶.

El RDME es más explícito, altera los presupuestos de exigibilidad del informe del órgano de administración, que ya no se dirige solamente a los socios, sino también a los trabajadores, y aumenta, correlativamente, las exigencias de contenido (art. 5 RDME). A razón de esta diferenciación de destinatarios la norma va a permitir a los administradores optar entre elaborar un informe con dos secciones, una para los socios y otra para los trabajadores, o dos informes, uno para cada grupo de destinatarios (art. 5.2 RDME).

El informe (o sección) dedicado a los socios, fusiones especiales al margen, será siempre exigible, a salvo de que todos los socios con derecho de voto (y todas las personas que, en su caso, fueran titulares de ese derecho) acordasen lo contrario (arts. 5.4 y 9.1 RDME), por lo que su preparación, salvo en las citadas excepciones, no podrá ser evadida, más que de forma presumiblemente culpable (art. 236.1, párrafo segundo, LSC). Lo mismo cabe decir del informe (o sección) dirigido a los trabajadores, únicamente prescindible cuando la sociedad involucrada en la operación (y sus filiales, de haberlas) no tenga más trabajadores que los que formen parte del órgano de administración (arts. 5.7 y 9.2 RDME).

En lo que refiere a su contenido, el informe (o sección) dirigido a los socios deberá informar a sus destinatarios de los derechos y vías de recurso que están a su disposición (art. 5.3.5º RDME), así como de las consecuencias que la modificación estructural tiene para ellos o para la sociedad resultante, tanto a nivel general (art. 5.3.3º RDME), como a título particular, si fuera el caso, en materia de compensación (art. 5.3.1º RDME), tipo de canje (art. 5.3.2º RDME) o responsabilidad social de la empresa (art. 5.3.4º RDME). La norma, a fin de cuentas, se limita a explicitar los elementos que deben cubrirse en el informe del órgano de administración, pero no alcanza a determinar el método con arreglo al cuál debe examinarse y ofrecerse tal información a los socios.

Esa naturaleza indeterminada tiene lógicamente trascendencia en el momento de evaluar el grado de diligencia de los administradores a la hora de confeccionar el informe. Dado el carácter excesivamente vago e indeterminado de algunos de esos elementos, entre los que destacan “las consecuencias de la modificación estructural para los socios” o la “incidencia en la responsabilidad social de la empresa”, cabría pensar que la omisión de algún dato que no fuera razonablemente predecible a la hora de preparar el informe deberá evaluarse con arreglo al

¹³⁶ Anterior a la aprobación de la LME, *vid.* CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “Artículos 233 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas”, *op. cit.*, pp. 209-211, y, con relación a la LME, *id.*, “El informe de los administradores en las modificaciones estructurales”, *op. cit.*, pp. 241-243; y, con más referencias, *vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión”, *op. cit.*, p. 495, nota 9.

criterio de la *business judgement rule* y no presumirse culpable, por más que pueda llegar a relacionarse con alguna de estas materias inabarcables y, en un momento ulterior, termine por afectar de un modo u otro a los socios o a la responsabilidad social de la empresa.

También habrá cierto margen, aunque menor, para la discreción en lo que afecta a la confección de los apartados del informe relativos a los elementos más fácilmente determinables (vías de recurso, compensación, tipo de canje e impacto de género en los órganos de administración de la resultante). Un administrador diligente deberá pronunciarse necesariamente acerca de estos elementos y, por consiguiente, omitir su correspondiente mención podría ser motivo de responsabilidad. En cambio, no cabe decir lo mismo de su expresión errónea. Nuevamente, el grado de acierto con que se exprese esta información podrá evaluarse conforme a la regla de la discreción empresarial.

Juicio parejo cabe hacer, por otra parte, del informe (o sección) dirigida a los trabajadores, en el que se explicarán, justificadamente, elementos ciertamente abiertos como “las consecuencias de la operación para las relaciones laborales” (art. 5.5.1º RDME) y otros menos evanescentes como los que tengan que ver con “cualquier cambio sustancial en las condiciones de empleo aplicables o en la ubicación de los centros de actividad de la sociedad” (art. 5.5.2º RDME).

Junto al informe del órgano de administración, dirigido a socios y trabajadores, cabe considerar el papel de los administradores de las sociedades fusionantes frente sus respectivos acreedores. Concretamente, interesa considerar, por un lado, aunque previo al deber genérico de impulsar la fusión, la facultad que el RDME otorga a los administradores para que incluyan en el proyecto una declaración acerca de la situación financiera de la sociedad y de su capacidad predecible para responder de las obligaciones nacidas y no vencidas cuando la operación surta efecto (art. 15 RDME); y, por otro lado, la inclusión, o no, a discreción de los administradores, de una sección en el informe de experto independiente dirigida a los acreedores, que contenga una valoración de las garantías que en su caso se les ofrezcan (art. 6.3 RDME)¹³⁷. A este respecto, dada la amplitud del margen de actuación del que los administradores disponen, la incidencia patrimonial que su conducta pueda llegar a tener, directa o indirectamente, sobre el patrimonio de los acreedores sociales o sobre las cuentas de la sociedad misma, deberá ser enjuiciada bajo los parámetros de la regla de la discrecionalidad empresarial (art. 226 LSC)¹³⁸.

¹³⁷ El RDME ofrece a los acreedores que no estén conformes con las garantías ofrecidas en el proyecto, o con la falta de ellas, distintas vías de tutela, en función de si no se ha emitido informe de experto o de si, habiéndose emitido, las garantías ofrecidas se consideran adecuadas o inadecuadas (art. 13 RDME). Por el principio de conservación de la fusión, ninguna de estas actuaciones paralizará la operación (art. 13.3 RDME), pero los acreedores podrán ejercer en todo caso las acciones resarcitorias que les correspondan (art. 16.2 RDME). La tutela resarcitoria cobra interés, porque el RDME limita los mecanismos previos de tutela intraprocedimental de los acreedores, en la medida de que, no sólo, elimina su derecho de oposición (art. 44 LME) y restringe su derecho de impugnación (art. 47 LME), sino también de que otorga presunción de certeza tanto a la declaración emitida por el órgano de administración acerca de la situación financiera de la sociedad en los términos indicados como a la opinión del experto independiente, que considere adecuadas las garantías ofrecidas por la sociedad a los acreedores (art. 14.1 *in fine* RDME). De esta forma, si la declaración de los administradores o el informe del experto son favorables, los acreedores que no estuviesen conformes con la falta de garantías o con su adecuación y eficacia sólo podrán mejorar su posición, previa prueba, en contrario y a su cargo, de que sus derechos están en riesgo debido a la modificación estructural (art. 14.1 RDME). Algo, previsiblemente difícil de demostrar por quien, en cuanto que mero acreedor, no tenga acceso a toda la información de la que disponen los propios administradores y el experto independiente (arts. 6.5 y 41.2 RDME).

¹³⁸ Sobre la incidencia patrimonial de la actuación de los administradores cabe pensar en el daño patrimonial que podría surgir a resultas de que recaiga sobre la sociedad la carga de asumir el sobrecoste del informe del experto

Tras la preparación y divulgación de la documentación dirigida a trabajadores, acreedores y socios nace el deber de convocar la junta general llamada a decidir sobre el acuerdo de fusión, que guarda íntima conexión con los deberes informativos que pesan sobre los administradores. El anuncio, que por convocatoria general o comunicación individual ha de hacerse con un mes mínimo de antelación a la fecha prevista para la celebración de la junta (art. 47.2 RDME), deberá estar precedido de la puesta a disposición de los socios y demás *stakeholders* (obligacionistas, titulares de derechos especiales y representantes de los trabajadores) de una serie de documentos informativos legalmente contemplados (arts. 5.6, 7 y 46.1 RDME).

Hasta aquí, cabe apreciar un deber de cumplimiento normativo, pero no conviene olvidar que las obligaciones de proveer información no se agotan en este momento. En el lapso que transcurra hasta la efectiva celebración de la junta que vaya a decidir sobre la operación puede suceder que los trabajadores o sus representantes emitan una opinión sobre la información contenida en el informe del órgano de administración y, en ese caso, los administradores deberán informar a los socios e integrarla en el informe (art. 5.7 RDME). Además, pueden producirse modificaciones relevantes que, en su caso, deberán ser puestas en conocimiento de los administradores del resto de sociedades intervinientes y de los socios interesados. La norma, aun con carácter renunciabile, lo exige así para las eventualidades que tengan incidencia patrimonial (art. 46.3 RDME).

La responsabilidad que traiga causa en el incumplimiento del deber expreso que contempla la norma sería fácilmente exigible¹³⁹, al menos, aparentemente, dado que la realidad puede ser más compleja de interpretar. Por un lado, la apreciación por parte de los administradores del concepto legal indeterminado “modificación importante” del patrimonio no deja de ser algo discrecional, mientras que, por otro, dicha exigencia, así como todas las que sean de índole informativa, deberá ponderarse con el deber de secreto que también recae sobre los administradores [art. 228.b) LSC], pero que en esta fase y por la naturaleza de la fusión deberá invocarse muy restrictivamente (no obstante, v. art. 7.1.3.º RDME).

Nada se dice acerca de las modificaciones importantes que no sean de naturaleza patrimonial, aunque la exigencia de comunicarlas, según las circunstancias, podría entenderse embebida en otros de los deberes más etéreos que derivan de la posición fiduciaria de los administradores y del principio de buena fe.

4.3. Los deberes en la fase de ejecución de la fusión

En último lugar, ya en fase de ejecución, si los socios deciden favorablemente, nacerá para los administradores la obligación de publicar o comunicar el acuerdo de fusión. En este punto el

independiente nombrado por el registrador a solicitud de los acreedores que consideren inadecuadas las garantías inicialmente ofrecidas (art. 13.1.3º, párrafo segundo, RDME) o, por poner otro ejemplo, como consecuencia de que se termine estimando alguna acción resarcitoria interpuesta por algún acreedor inicialmente malinformado contra la sociedad, que podrá luego repetir frente a sus gestores (arts. 236 y ss. LSC) o directamente contra los administradores (art. 241 LSC). A favor de la aplicación de la *business judgement rule* en orden a evaluar la conducta de los administradores en la preparación de este informe, vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La protección de los acreedores en las modificaciones estructurales: justificación y medios de prueba en el RD Ley 5/2023”, en *RGI&R*, núm. 11, 2023, pp. 77-82.

¹³⁹ Vid. CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “El informe de los administradores en las modificaciones estructurales”, *op. cit.*, pp. 258.

régimen de modificaciones estructurales, sin otra finalidad que la de informar a socios y acreedores, deja a los administradores la opción de decidir entre dos métodos de divulgación, la publicación del acuerdo en el BORME y en un diario de gran circulación en los domicilios de las sociedades participantes, con la consiguiente mención del derecho que asiste a los socios y acreedores de conocer el balance y el proyecto de fusión (art. 10.1 RDME); o, alternativamente, la comunicación recepticia, individualizada y por escrito a cada socio y acreedor (art. 10.2 RDME).

La norma no incluye referencia alguna al plazo en que ha de anunciarse el acuerdo, pero la doctrina ha entendido que el administrador diligente deberá hacerlo tan pronto como sea posible¹⁴⁰. Después, nacerá para los administradores el deber de cumplimiento normativo de procurar la elevación a público del acuerdo, necesario para su ulterior inscripción y, en última instancia, para asegurar su eficacia (arts. 50 y 51 RDME).

5. Los deberes de los administradores en las operaciones públicas de adquisición

5.1. Reforma legal y equiparación societaria en el procedimiento de adquisición pública

El planteamiento de adquisición del control de una sociedad cotizada en un mercado regulado o de una negociada en un sistema multilateral de negociación (SMN) implica para los administradores de las empresas involucradas, la afectada y la oferente, el cumplimiento de los deberes que les impone el régimen imperativo de ofertas públicas de adquisición del recién reformado Derecho del mercado de valores, que asimismo debe ponerse en relación con el régimen general de deberes de los administradores del Derecho de sociedades de capital.

La recién aprobada Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI), que ha venido a derogar el 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), presenta algunas novedades significativas en cuanto a la extensión objetiva y subjetiva del régimen de ofertas públicas de valores.

Respecto a la primera, cabe destacar el reconocimiento de la analogía funcional, al que obedece la extensión objetiva de la obligación de formular una oferta pública de adquisición a quien alcance el control de una sociedad cotizada mediante pactos parasociales o “de otra naturaleza”, y ya no sólo a quien alcance dicho control mediante la adquisición directa o indirecta de acciones, valores o derechos sobre acciones o valores o mediante pactos parasociales *stricto sensu* [cfr., esp., art. 128.a) y b) LMV con el art. 108.a) y b) LMVSI].

No obstante, resulta más significativa a efectos de este estudio la extensión subjetiva del régimen de ofertas públicas de valores. Mientras que la vieja norma ceñía su ámbito de aplicación a las ofertas públicas de adquisición de sociedades cotizadas, es decir, aquellas cuyas acciones estuvieran admitidas a negociación en un mercado regulado o, conforme la vieja nomenclatura, secundario oficial (art. 129.1 LMV), la nueva extiende dicho alcance, según reza el art. 109.1 LMVSI, “a aquellas sociedades cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación

¹⁴⁰ Con referencias a la LME, *vid.*, más ampliamente, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., “La fase decisoria: información sobre la fusión, desarrollo de la junta, publicación del acuerdo”, en *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, I, *op. cit.*, pp. 583-585.

en un mercado regulado español o en un SMN, en los términos que se determinen reglamentariamente, y tengan su domicilio social en España”.

La regulación de las ofertas públicas de adquisición no ha sido el único punto en que el régimen de las sociedades cotizadas se ha extendido a aquellas cuyos títulos se negocian en un sistema multilateral de negociación. Situación análoga se ha seguido con las normas relativas a la exclusión de negociación voluntaria de un instrumento financiero, toda vez que de acuerdo con el nuevo artículo 65.6 LMVSI, resultarán aplicables también “en los términos que se determinen reglamentariamente, a aquellas sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en un SMN”.

El paralelismo no es pleno en lo relativo al desarrollo reglamentario, ya que la aplicación extensiva del régimen de exclusión voluntaria a las sociedades *listadas* en los sistemas multilaterales de negociación se supedita expresamente a la aprobación de un futuro reglamento (LMVSI, DT 3^a), lo que no sucede con relación al resto de ofertas públicas de adquisición. El silencio del legislador al respecto puede interpretarse de doble manera, dependiendo de si la omisión ha sido o no consciente. En caso de serlo, la extensión del régimen de aplicación de las ofertas de adquisición a los sistemas multilaterales de negociación estaría llamada a surtir efectos desde la entrada en vigor general de la norma¹⁴¹. Si no fuera así, lo que parece más razonable, el régimen de las operaciones de adquisición aplicable a una sociedad *listada* en los sistemas multilaterales de negociación seguirá manteniendo sus peculiaridades hasta que se apruebe la correspondiente norma de desarrollo reglamentario¹⁴².

5.2. Los deberes de los administradores en la adquisición de una sociedad cotizada

a. Los deberes de los administradores de la sociedad afectada

Los deberes de los administradores de la sociedad afectada se pueden clasificar empleando para ello las fases de materialización de una oferta pública de adquisición. De esta manera, en la fase preparatoria de la oferta se pueden situar el impacto en el régimen de deberes de los administradores de los acuerdos previos al lanzamiento de una oferta pública de adquisición, de los que el pacto de comisiones de ruptura o *break up fee* del art. 42.4 RDOPA y el de igualdad informativa del art. 46 RDOPA constituyen buenos ejemplos¹⁴⁵. Una vez que la oferta se anuncia

¹⁴¹ A excepción, naturalmente, de la OPA de exclusión, conforme a lo dispuesto en la LMVSI, DT 3^a.

¹⁴² A falta de conocer la opinión de la CNMV y mejores estudios sobre la materia, esta es la interpretación dominante en los grandes despachos de abogados, que así se han manifestado a través de sus respectivas alertas para clientes, *vid.* CARVAJAL, J. y MÉNDEZ, T., “Nueva Ley del Mercado de Valores: novedades en materia de Ofertas Públicas de Adquisición”, en *Pérez-Llorca*, pp. 2-3, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.perezllorca.com/actualidad/nota-juridica/nueva-ley-del-mercado-de-valores-novedades-en-materia-de-ofertas-publicas-de-adquisicion/>>, y en el *client brief* de CLIFFORD, “Cambios en el régimen de las ofertas públicas de adquisición (“OPAs”) tras la LMVSI”, marzo 2023, pp. 2-3, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2023/03/Cambios%20LMVSI.pdf>>. Desde otros despachos o no se valora el asunto o la necesidad de desarrollo reglamentario parece darse por sentada. En este segundo sentido, por su fuerza expresiva, *vid.* GARRIGUES, “Las claves de la nueva Ley de Mercados de Valores”, marzo 2023, esp., pp. 2 y 5, disponible a fecha de publicación en <https://www.garrigues.com/sites/default/files/documents/las_claves_de_la_nueva_ley_de_mercados_de_valores.pdf>.

¹⁴⁵ Entre nosotros, sobre *break-up fees* en materia de ofertas públicas de adquisición, *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 42. Condiciones de la oferta competidora”, *op. cit.*, pp. 880-897.

aparecen el deber de redacción del informe del órgano de administración de la sociedad afectada sobre la oferta pública de adquisición (art. 24 RDOPA) o, en su caso, del informe de modificación de las características de la oferta (art. 31.6 RDOPA) y del informe sobre las ofertas competidoras (art. 45.8 RDOPA), ambos con idéntico contenido al del informe del art. 24 RDOPA, al que hacen remisión expresa; y el deber de pasividad, neutralidad o abstención del art. 28 RDOPA, asimismo, desarrollo del art. 134 LMV, actual art. 114 LMVSI.

La fase de preparación de la oferta pública de adquisición va a suponer el cumplimiento de una serie de deberes de los administradores, algunos que se enmarcan en el deber de buena fe precontractual (eventualmente concretado en los deberes de confidencialidad, información, conservación y no abandono injustificado de las negociaciones) y otros que son ya manifestación inmediata de los deberes de diligencia y lealtad codificados en la LSC¹⁴⁴.

El deber de secreto de los administradores de la sociedad afectada, inherente a la obligación de confidencialidad sobre la OPA, enlaza directamente con el deber de secreto, que es una de las manifestaciones del deber de lealtad [art. 228.b) LSC], además de estar implícito en el deber de diligencia (art. 225.2 LSC)¹⁴⁵.

La existencia de ese deber de lealtad previene, asimismo, la posible existencia de un conflicto de interés del administrador de la sociedad afectada (ya sea en su condición de dominical o independiente, aunque obviamente sería más proclive ese hipotético conflicto en el primer caso) y, en última instancia, implica el deber de abstenerse de participar y de votar en los acuerdos y decisiones relacionados con la operación de adquisición [art. 228.c) LSC].

Por su parte el deber de información de este periodo previo al lanzamiento de la OPA, sí que ha sido objeto de atención por parte del régimen de ofertas públicas de adquisición, dado que ha sido codificado en el art. 46 RDOPA¹⁴⁶. Este artículo establece la obligación de la sociedad afectada de trasladar a los oferentes o potenciales oferentes de buena fe que estén en igualdad de condiciones la información reservada que proporcione la propia sociedad, de manera que una vez sea facilitada a uno de ellos, se garantice que todos los posibles interesados puedan disponer de la misma información. Se trata de una obligación de igualdad de trato a todos los posibles oferentes, que tiene su origen en el Takeover Code de la City londinense¹⁴⁷.

Una vez que concluye la fase de negociación y se anuncia la oferta, el órgano de administración de la sociedad afectada debe redactar y publicar un informe detallado y motivado sobre la oferta pública de adquisición (art. 134.4 LMV, actual art. 114.4 LMVSI y 24 RDOPA), que trae causa en la Directiva de ofertas públicas de adquisición y que ha sido definido como una especie de

¹⁴⁴ Vid. RUBIO ROA, M., *Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, Cizur Menor, 2020, pp. 158 y 240-241. No difieren, por tanto, de los expuestos para los deberes previos a la preparación del contrato de adquisición de una sociedad no cotizada, *vid. Supra* 3.1.

¹⁴⁵ Vid. RUBIO ROA, M., *Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, *op. cit.*, p. 271.

¹⁴⁶ Esta obligación de proveer información, por cierto, constituye un buen ejemplo de contrapeso legal al deber de secreto, *vid. VIVES RUIZ, F.*, “El deber de secreto de los administradores sociales”, *op. cit.*, p. 18, nota a pie núm. 21.

¹⁴⁷ Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 46. Igualdad informativa”, en GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Cizur Menor, 2009, p. 935.

contrapunto al folleto obligatorio que el oferente debe preparar¹⁴⁸. La razón de ser de este informe es que los accionistas dispongan de una valoración completa, crítica, del folleto por parte de quienes deberían tener un mejor conocimiento de la situación económica y, por tanto, de la contraprestación ofertada, es decir, de los administradores de la sociedad afectada¹⁴⁹.

El contenido obligatorio de ese informe entronca con los deberes generales de los administradores. La manifestación expresa de si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus socios o administradores, o entre cualquiera de estos últimos y los miembros del órgano de administración de aquélla, así como la opinión de los administradores respecto de la oferta y la intención de aceptarla o no por aquéllos que sean titulares directos o indirectos de los valores afectados (art. 24.1 RDOPA) o la exigencia de incorporar al informe las opiniones de los consejeros que se encuentren en minoría cuando se mantengan opiniones distintas con relación a la oferta (art. 24.1, cuarto párrafo, RDOPA), encontrarían encuadre tanto en el deber de diligencia como en el de lealtad del régimen de las sociedades de capital.

En el deber de diligencia se situaría la obligación de informar sobre las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto, sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad (art. 24.1, segundo párrafo, RDOPA). Por su parte, en el de lealtad se sitúa la declaración de situación de conflicto de interés con explicación del mismo y la de informar de los valores de la sociedad afectada poseídos o representados, directa o indirectamente, por los consejeros de la sociedad afectada, así como los que pudiera tener en la sociedad oferente (art. 24.1, tercer y quinto párrafos, RDOPA), lo que en todo caso implica una obligación de participación activa por parte de los consejeros conflictuados en la elaboración de ese informe¹⁵⁰.

Cuestión distinta, pero muy relacionada, es el volumen de la información que deban manejar los consejeros para formarse una opinión fundada, al que se uniría la obligación cualificada de los consejeros que ocupan los cargos de presidente y secretario de poner esa información a disposición del resto del consejo (art. 529 quinques LSC).

En último lugar, aunque en el texto del RDOPA figura como primera obligación de su contenido, el informe debe incorporar un importante criterio axiológico de los administradores, como lo es su alineación con relación a la oferta, dado que exige su posición expresa a favor o en contra de la oferta de adquisición, lo que ha llegado, incluso, a ser interpretado como una excepción al deber de abstención del art. 28 RDOPA¹⁵¹.

¹⁴⁸ Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO L 142, de 30 de abril de 2004), art. 9.5.

¹⁴⁹ Vid. PAREDES, C., PEREDA, J y REDONET, J., “Ofertas públicas de adquisición de valores (II)”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, cit., pp. 641-642.

¹⁵⁰ Vid. RUBIO ROA, M., *Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, op. cit., p. 390.

¹⁵¹ Vid. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Alcance y significado de la *passivity rule* tras la aprobación de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición”, en *RdS*, núm. 25, 2005, p. 309, y GARRIDO, J.M. “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, en *Derecho de sociedades. Libro homenaje a F. Sánchez Calero*, vol. III, Madrid, 2002, p. 2741. Contra GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración de la sociedad afectada”, en *La regulación de las OPAS*, cit., p. 450, y RUBIO ROA, M., *Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, op. cit., p. 386.

Este deber de abstención, también conocido como deber de pasividad o de neutralidad¹⁵², tiene la finalidad fundamental de que los accionistas, como destinatarios de la oferta de adquisición puedan decidir lo más libremente posible sobre la OPA, sin interferencias por parte de los administradores¹⁵³. En apretada síntesis, el deber de abstención de los administradores implica que el consejo de la sociedad afectada no puede emprender cualquier actuación que pueda comprometer el éxito de la oferta pública de adquisición si no se ha conseguido previamente la autorización de la junta general de accionistas, excepción hecha de la búsqueda de otras ofertas y del principio de reciprocidad aplicable a sociedades oferentes extranjeras sujetas a un régimen de ofertas públicas de adquisición que no contemple el deber de abstención [art. 28.3 y 5 RDOPA].

La labor de encuadre del deber de abstención en los deberes generales de los administradores de las sociedades de capital no es objeto de opinión unánime. Con relación al deber de diligencia se ha sostenido su aplicación simultánea, por considerarse que tienen distinto objeto¹⁵⁴. Respecto al deber de abstención y su relación con el deber de lealtad aparecen dos interpretaciones. La primera, que lo considera una concreción del deber de lealtad, empleando para ello tres argumentos. El primero, que tanto el deber de lealtad como el de abstención tienen un mismo objeto, que es delimitar la actuación de los administradores atendiendo a los fines que deben guiar su conducta, en un caso con carácter general y en el otro de manera particular. El segundo argumento es que ambos deberes tutelan intereses prácticamente idénticos. Por último, se sitúa el paralelismo del deber de abstención del art. 28 RDOPA con el de abstención del conflicto de interés del deber lealtad del art. 228 LSC¹⁵⁵. La segunda interpretación, respecto al deber de abstención y su relación con el deber de lealtad, parte igualmente de su similitud, pero considera que debe establecerse entre ambos una relación de complementariedad, dado que el primero regula una circunstancia extraordinaria, *ad hoc* y *ex ante*, del comportamiento de los administradores¹⁵⁶.

¹⁵² Sin ánimo de hacer un excursus lexicológico, el término “neutralidad”, defendido por GARRIDO, J.M., “El deber de neutralidad”, en JUSTE, J., y RECALDE, A. (Coord.), *Derecho de OPAS. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Valencia, 2010, p. 498, pudiera parecer más ajustado que el de pasividad a la actuación de los unos administradores a los que la norma no obliga a una “paralización”. El mismo argumento cabría con el de abstención, que, además, en el caso que nos ocupa, cuadra especialmente con la derivada del deber de lealtad en situaciones de conflicto de interés, *vid.* RUBIO ROA, M., *Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, *op. cit.*, p. 142, sin embargo, no conviene detenerse demasiado en estos menesteres, porque en Derecho mercantil, muy especialmente en el vinculado al bursátil, ha primado el uso de determinados vocablos del mercado, muy extendidos entre los operadores, pero liberados de cualquier otra consideración jurídica, más allá de reconocer su incorrección semántica, *vid.* PÉREZ DE LA CRUZ, A., “Prólogo”, en HIERRO ANIBARRO, S., *El Nuevo Mercado de valores tecnológicos*, Madrid, 2001, p. 22.

¹⁵³ *Vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitaciones de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo”, en *La regulación de las OPAS*, *cit.*, p. 617.

¹⁵⁴ *Vid.* RUBIO ROA, M., *Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, *op. cit.*, p. 155.

¹⁵⁵ *Vid.* GÓMEZ POMAR, F. y SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos”, en *InDret*, 1/2007, pp. 5 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA”, en *RDMV*, núm. 2, 2008, p. 101, y FERNÁNDEZ TORRES, I., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada”, en BENEYTO, J.M. y LARGO, R. (Dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Barcelona, 2009, pp. 503-544.

¹⁵⁶ *Vid.* RUBIO ROA, M., *Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, *op. cit.*, p. 156.

En un aspecto donde la doctrina sitúa en plano de igualdad ambos deberes (lealtad y diligencia) es en la preocupación sobre el engarce del deber de abstención con el deber de diligencia y de lealtad sobre la base de la defensa del interés de la empresa o de la sociedad (arts. 225.1, *in fine*, LSC y 227.1, *in fine*, LSC), lo que resulta llamativo dado que el deber de abstención del art. 28 RDOPA no es en beneficio del interés de la sociedad, sino de los destinatarios de la oferta, que son los accionistas, principal interés protegido por el deber de abstención.

Ese engarce de los deberes generales de diligencia y lealtad con el de pasividad plantea una interesante paradoja, consistente en que los administradores tomen la decisión de primar el interés de la empresa sobre el de los socios, cumpliendo estrictamente con lo estatuido en los arts. 225 y 227 LSC, pero también con el art. 28 RDOPA, obrando, de esta manera, conforme al marco legal aplicable.

Un supuesto prototipo de esa conducta debida sería el siguiente. Los administradores de la sociedad oferente son conscientes de que la oferta pública de adquisición sería negativa para la empresa, llegando al convencimiento de que no solo afectaría a la estructura de la propiedad o a su continuidad como empresa independiente, sino que afectaría a su viabilidad futura como empresa, a su liquidación completa o a su división y posterior enajenación de elementos significativos con efectos negativos, incluso, sobre el mercado en que ésta se inserta. En este sentido, el art. 28.3.b) RDOPA permitiría a los administradores de la sociedad afectada la adopción de las medidas necesarias, conforme la ley, por más que su actuación pudiera entorpecer el buen fin de la oferta pública de adquisición¹⁵⁷.

Esa actuación se convertiría en una táctica defensiva perfectamente admitida en Derecho, siempre que no obedezca a una conducta oportunista y desleal de los administradores y reciba el refrendo de la junta general de socios. De hecho, la defensa del interés social guardaría un cierto paralelismo con otras operaciones de concentración empresarial, en el sentido de hacerla en cierto modo equiparable al deber de conservación de la empresa de las operaciones privadas de adquisición o a la obligación que en este sentido impone el art. 39.2 RDME en sede de fusiones.

b. Los deberes de los administradores de la sociedad oferente

El régimen de ofertas públicas de adquisición también contempla un catálogo de deberes para los administradores de la sociedad oferente. Si bien, este régimen, a diferencia del explícito y extensamente regulado régimen de deberes de los administradores de la sociedad afectada, queda implícito en las obligaciones, de cuyo incumplimiento o cumplimiento defectuoso, se puede derivar la imposición de las infracciones relativas a la oferta pública de adquisición de los arts. 268 y 301 LMVSI, antes, arts. 271, 280.1 y 293 LMV¹⁵⁸.

¹⁵⁷ Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitaciones de la actuación de los órganos de administración”, *op. cit.*, pp. 654-657, y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Deber de abstención de los administradores y actuaciones a favor de la ley en las ofertas públicas de adquisición”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Cizur Menor, 2008, pp. 1575-1578.

¹⁵⁸ El grado de diligencia en el cumplimiento se puede medir siguiendo esa misma regla inversa a la hora de determinar la responsabilidad. De la misma manera que la cuantía de la sanción dentro de las muy graves vendrá determinada por la concreta conducta (no es tan grave presentar la oferta defectuosamente que no hacerlo), lo mismo sucede con un cumplimiento defectuoso de la obligación, que permite graduar entre sanción grave y muy grave (v. arts. 301.2 y 329 LMVSI), cuando la información o documentación afectada no fuera tan relevante o la cuantía o número de inversores afectados no fuera significativo, en este sentido, dentro del ámbito estrictamente

El primer grupo de obligaciones relativas a la oferta pública de adquisición, que van a sustanciar los deberes de los administradores de la sociedad oferente, se plantean en el marco de la obligación de presentar la oferta pública de adquisición y se concreta en cuatro deberes.

La primera manifestación del deber de diligencia de los administradores de la sociedad oferente sería la de presentar una oferta pública de adquisición, lo que implica hacerlo cuando se ha alcanzado una participación de control en la sociedad afectada (art. 3.1 RDOPA), cuando se hubiera obtenido una dispensa en la obligación de formular la OPA y desaparecieran las circunstancias que concurrieran para su otorgamiento o, una vez solicitada, cuando la dispensa fuera denegada (art. 4.2 RDOPA), en los supuestos de reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias (art. 12 RDOPA); y, en su momento, los de la DA 1.ª RDOPA.

El segundo deber sería presentar la oferta dentro del plazo máximo establecido, que en el caso de la OPA voluntaria implicará presentar la solicitud de autorización dentro del mes siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta, de acuerdo con lo previsto en el art. 16.1 RDOPA, mientras que en el de la OPA obligatoria la solicitud de autorización deberá presentarse durante el mes siguiente a la fecha en que surja la obligación de formular la oferta, período que se amplía a los tres meses siguientes a la fecha en que se produzca la toma de control en los casos de las OPAS indirectas o sobrevenidas contempladas en el art. 7 de la norma (art. 17.2 RDOPA).

Como tercer deber se sitúa la presentación de la oferta pública de adquisición sin irregularidades esenciales que impidan a la CNMV tenerla por presentada o autorizarla. De hecho, la norma se encarga de detallar los supuestos de no admisión a trámite de la solicitud de autorización de una oferta pública de adquisición: (i) el folleto contenga errores esenciales o no incluya la información mínima del anexo I RDOPA; (ii) faltar la documentación acreditativa de la constitución de garantías o cualquiera de los demás documentos enumerados en el art. 20 RDOPA, o se presenten con errores o vicios graves; (iii) incumplir la solicitud de forma manifiesta lo dispuesto en la norma (art. 17.4 RDOPA).

El cuarto deber consistiría en no realizar la oferta pública de adquisición hasta disponer de la correspondiente autorización de la CNMV.

sancionador, *vid.*, también, con respecto al régimen sancionador de la LMV, JIMÉNEZ BLANCO, G., “OPA y régimen sancionador (I) Sanciones administrativas”, en *Derecho de OPAS*, *cit.*, pp. 637 y 642. La LMVSI imputa directamente a los administradores la infracción cometida por la persona jurídica y no solo a ésta como hacen otras muchas normas administrativas. En este sentido, junto a los preceptos citados sobre el texto, *vid.* LAGUNA DE PAZ, J.C., “El principio de responsabilidad personal en las sanciones administrativas”, en *Revista de Administración Pública*, núm. 211, 2020, pp. 49-50. Sobre la responsabilidad administrativa de los administradores por infracciones de la normativa del mercado de valores, aunque antiguo, *vid.*, FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores”, en *RDBB*, núm. 76, 1999, pp. 65-133. Adicionalmente, los administradores podrán ser responsables civiles frente a la sociedad, los socios y los acreedores sociales por los daños que su actuación contraria a la normativa del mercado de valores ocasione (arts. 225.1, 236.1 y 241 LSC). No habiendo identidad de fundamento, no procede excepcionar la acumulación de responsabilidades civiles y administrativas con arreglo al principio *non bis in idem*, *vid.*, por ejemplo, SENDRA, E., “Artículo 28. Responsabilidad”, en RECUERDA, M.A. (Dir.), *Régimen jurídico del sector público y procedimiento administrativo común*, Cizur Menor, 2016, versión electrónica.

El segundo grupo de obligaciones comprende la publicación o la remisión a la CNMV de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a este organismo, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una oferta pública de adquisición de valores, en el transcurso de la misma o una vez finalizada.

En este segundo grupo, el deber de diligencia se sustancia esencialmente en la obligación de remitir a la CNMV, en primer lugar, el anuncio previo de la oferta, lo que en el caso de la OPA voluntaria deberá hacerse tan pronto como se haya tomado la decisión de formularla y siempre que se haya asegurado que se puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo o previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de prestación (art. 16.1 RDOPA), y en el de la obligatoria en el momento de concebir la intención de formular la oferta, de solicitar una dispensa o de reducir la participación por debajo del umbral que le obligue a formular la oferta¹⁵⁹. También se cumple con esta obligación de información a través de la publicación de la oferta por el oferente, una vez autorizada (art. 22 RDOPA), y la información sobre las aceptaciones recibidas (art. 35 RDOPA).

Por último, los administradores de la sociedad oferente verían completado su deber de diligente administración en el marco de una oferta pública de adquisición con el cumplimiento exacto de la obligación de publicación o suministro de la información o documentación relativa a una OPA sin omisión de datos y sin inexactitudes, falsedades o datos que indujeran a engaño.

5.3. Los deberes de los administradores en la adquisición de una sociedad negociada en un sistema multilateral de negociación

a. La peculiaridad del régimen de adquisición de una sociedad negociada en un sistema multilateral de negociación

Hasta la reciente aprobación de la LMVSI, la existencia de dos mercados bursátiles, el antes denominado mercado secundario oficial de valores (hoy mercado regulado) y el sistema multilateral de negociación, representado el primero por la bolsa de valores y el segundo por el mercado alternativo, ahora llamado mercado en expansión¹⁶⁰, daba lugar una situación llamativa, la sociedad cotizada *de facto*, que no *de iure*, porque no se veía sometida a determinadas obligaciones legales, pero sí a las disposiciones de la normativa propia que el sistema multilateral de negociación (SMN) pudiera imponer a las sociedades admitidas a negociación en él.

¹⁵⁹ CNMV, *Procedimiento para la tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores, dispensas y excepciones (P06)*, 20/09/2016, 4.1.5.

¹⁶⁰ La distinción entre mercado regulado y sistema multilateral de negociación es fruto de la incorporación a nuestro ordenamiento de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros, conocida por su acrónimo inglés de MiFID [Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga las Directiva 93/22/CEE del Consejo. (DO L 145, de 30 de abril de 2004)]. A esta categoría se ha venido a sumar el sistema organizado de contratación de la Directiva 2044/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican la Directiva 2002/92/UE y la Directiva 2011/61/UE (DO L 173, de 12 de junio de 2014), conocida asimismo como MiFID II, traspuesta por el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores.

La distinción entre sociedad cotizada en un mercado regulado y sociedad admitida a negociación en un SMN plantea una aparente paradoja. Por un lado, es cierto que, acorde a nuestro ordenamiento, solo pueden recibir la consideración de cotizadas aquellas sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a cotización en un mercado regulado (art. 495.1 LSC), pero, por otro, también lo es que un sistema multilateral de negociación no deja de ser un mercado de negociación de valores. De hecho, la Circular 9/2008 de la CNMV, en línea con lo que en su momento estableció con carácter general la MiFID, reconoce que las sociedades rectoras tanto de los mercados secundarios oficiales como de los sistemas multilaterales de negociación tienen una tipología común, dado que todas ellas o controlan o rigen infraestructuras de mercado de valores, bien de negociación, bien de poscontratación¹⁶¹.

La tendencia a equiparar su régimen ha sido una constante¹⁶². La Ley 22/2015, de 20 de julio, de auditoría de cuentas, introdujo la obligación de que contaran con una comisión de auditoría [art. 3.5.a) y disposición adicional tercera] y la reciente modificación de la LSC, llevada a cabo por la Ley 5/2021, de 12 de abril, que traspone la Directiva de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, introduce una disposición adicional, la decimotercera, que extiende a las sociedades anónimas con acciones admitidas a negociación en sistemas multilaterales de negociación los Capítulos II a V del Título XIV de la Ley de sociedades de capital, dedicado a las sociedades anónimas cotizadas.

El último paso en este recorrido hacia la homogeneización de regímenes tiene que ver, precisamente, con la extensión subjetiva a estas compañías del ámbito de aplicación del régimen legal de las ofertas públicas de adquisición, que presumiblemente no se hará efectivo hasta que tenga lugar su desarrollo reglamentario específico¹⁶³. Hasta que se produzca, su régimen seguirá siendo el que era y los deberes de los administradores de las sociedades negociadas en sistemas multilaterales de negociación en caso de una oferta pública de adquisición serán los que derivan de la normativa del propio mercado donde se negocien sus títulos.

¹⁶¹ Circular 9/2008, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, estados de información reservada y pública, cuentas anuales de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, con excepción del Banco de España, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, de la sociedad de sistemas, de las entidades de contrapartida central, de la sociedad de bolsas, de las sociedades que tengan la titularidad de todas las acciones de organismos rectores de mercados secundarios oficiales y de sistemas multilaterales de negociación, y de otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados que se creen al amparo de lo previsto en la Ley del Mercado de Valores, Preámbulo (3). La MiFID ya se había expresado en los mismos términos: “Deben introducirse las definiciones de mercado regulado y de SMN, y deben alinearse estrechamente entre sí para reflejar que cubren las mismas funciones de negociación organizada” [Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo, considerando (6)].

¹⁶² La Propuesta de Código mercantil, elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, ha introducido una modificación en el vigente art. 495 LSC en la que propone ampliar el ámbito subjetivo de las sociedades cotizadas a las sociedades que cotizan en un sistema multilateral de negociación, lo que asimismo ha llamado la atención de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo, que se mostró muy reticente a extender a las sociedades admitidas a cotización en un sistema multilateral de negociación el conjunto de normas dispuestas para las sociedades cotizadas, *vid* COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO, *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas*, Madrid, 14 de octubre de 2013, p. 11.

¹⁶³ Otras interpretaciones son posibles, *vid. Supra* 5.1.

b. *El régimen de adquisición equivalente a una oferta pública y su proyección sobre los deberes de los administradores*

Pendiente el desarrollo reglamentario oportuno, las normas relativas a las ofertas públicas de adquisición propias de las sociedades cotizadas en un mercado regulado español no serán de aplicación sobre las adquisiciones de sociedades negociadas en un SMN, lo que no significa que la normativa del mercado de empresas en expansión (BME Growth), que es un segmento de negociación del SMN de Bolsas y Mercados Españoles, BME MTF Equity, no haya contemplado un remedo de régimen para las ofertas de adquisición en este segmento, previsión normativa que no parece tener parangón en el caso del otro mercado alternativo español, el Portfolio Stock Exchange¹⁶⁴.

El régimen del BME MTF Equity se contempla en el apartado 2.4 de la Circular 1/2020 de este sistema multilateral de negociación, relativa a los requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity, con la denominación de “cambio de control de la sociedad”¹⁶⁵. La admisión en este segmento bursátil requiere la modificación de los estatutos sociales para recoger la obligación de que el accionista que reciba una oferta de compra de otro socio o de un tercero, que determine que el adquirente vaya a ostentar una participación de control, entendida como superar el 50 por 100 del capital social, no podrá transmitir su participación, a menos, que el potencial adquirente ofrezca a la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones.

Al estar configurado estatutariamente se trata más de un derecho de acompañamiento (*tag along*) que de un régimen de OPA propiamente dicho, aunque al imponerse obligatoriamente por las normas del mercado se podría calificar de sistema contractual de oferta pública de adquisición obligatoria.

En principio, el ámbito de la obligación se circunscribiría a los socios intervinientes o beneficiarios de la transmisión, ya que no se contempla ningún tipo de actuación de los administradores similar a la que reserva el régimen supletorio de transmisión voluntaria por actos inter vivos de las participaciones sociales (art. 107.2 LSC). No obstante, parece difícil cumplir con la obligación previa de comunicar a los restantes socios la naturaleza y pormenores de la oferta sin contar con el concurso de los administradores. De hecho, el Reglamento del mercado y sus normas de desarrollo obligan a comunicar a la sociedad esta circunstancia, que vendría también impuesta legalmente por la normativa de abuso de mercado, y hacerla pública en la página de la sociedad¹⁶⁶.

¹⁶⁴ Vid. apartado 1.4. d) del p. 20 en Portfolio Stock Exchange, *Reglamento de mercado*, p. 20, disponible a fecha de publicación en: <https://portfolio.exchange/wp-content/uploads/2023/01/Portfolio-Reglamento_Rulebook_VFJune2022.pdf>.

¹⁶⁵ La citada Circular está disponible a fecha de publicación en: <https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/1_2020_CIRC_INCORPORACI%C3%93N_BME_Growth.pdf>.

¹⁶⁶ Reglamento BME MTF Growth, art. 21; Circular BME Growth 3/2020, segundo. 2.4 y cuarto.2; LMVSI, art. 228.2 y Reglamento (UE) n° 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.

La difusión pública de la oferta constituiría la única obligación inmediata de los administradores de la sociedad afectada, ya que no existe ninguna obligación más allá que la de dar cumplimiento a lo dispuesto en la cláusula estatutaria de referencia¹⁶⁷. Así, la aplicación por analogía del RDOPA, en lo que respecta a los deberes, que en el curso de una oferta pública de adquisición se señalan tanto a los administradores de la sociedad afectada como de la oferente, se antoja inaplicable, lo que no es óbice para que el cambio de control no incida sobre los deberes generales de los administradores de las sociedades implicadas. En el caso de la afectada por el deber de diligencia del cumplimiento de sus estatutos y en el de los administradores de la sociedad oferente por las obligaciones contractuales y legales en las que se desenvuelve la oferta obligatoria de adquisición, cuyo incumplimiento, ya fuera civil o administrativo, podría implicar la consiguiente responsabilidad de la sociedad oferente y con ella la de sus administradores por infringir sus deberes fiduciarios.

6. Bibliografía

ACOSTA, T. J., “La due diligence legal previa a la adquisición de empresa”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3ª ed., La Ley, Madrid, 2021, pp. 65-98.

AFSHARIPOUR, A., “Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees”, en *Vanderilt Law Review*, vol. 63, 2010, pp. 1161-1240.

AFSHARIPOUR, A., “A Shareholders’ Put Option: Counteracting the Acquirer Overpayment Problem”, *Minnesota Law Review*, vol. 96, 2012, pp. 1018-1099.

AFSHARIPOUR, A., “Bias, identity and M&A”, en *Wisconsin Law Review*, vol. 2020, 2020, pp. 471-490.

AGUAYO, J., *Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español*, Civitas, Cizur Menor, 2011.

ALFARO, J., “La obligación de hacer una due diligence en la adquisición de una empresa como requisito de la business judgment rule”, en *derechomercantilespana.blogspot*, entrada de blog de 25 de octubre de 2014, disponible a fecha de publicación en: <<https://derechomercantilespana.blogspot.com/2014/10/la-obligacion-de-hacer-una-due.html>>.

ALFARO, J., “Artículo 225”, en JUSTE, J. (Coord.), *Comentario de la Reforma del Régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, Civitas, Cizur Menor, 2015, pp. 313-324.

ALFARO, J., “Artículo 226”, en JUSTE, J. (Coord.), *Comentario de la Reforma del Régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, Civitas, Cizur Menor, 2015, pp. 325-360.

ALFARO, J., “Los conflictos de interés de los bancos de inversión y los deberes de los administradores”, en *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 8 de septiembre de 2015, disponible

¹⁶⁷ Vid. FERNÁNDEZ CORTIJO, P., “Oferta pública de adquisición de acciones (OPA) en el mercado alternativo bursátil (MAB) y exclusión de cotización”, en *2021 Práctica Mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2020 de los grandes despachos*, Madrid, 2021, pp. 341-362, esp., 348-349.

a fecha de publicación en: <<https://almacenederecho.org/los-conflictos-de-interes-de-los-bancos-de-inversion-y-los-deberes-de-los-administradores>>.

ALFARO, J., “Cómo evaluar los acuerdos sociales sobre modificaciones estructurales desde la perspectiva de los deberes fiduciarios de administradores y socios de control”, en *derechomercantilesana.blogspot*, entrada de blog de 30 de abril de 2017, disponible a fecha de publicación en: <<https://derechomercantilesana.blogspot.com/2017/04/como-evaluar-los-acuerdos-sociales.html>>.

ALFARO, J., “La compraventa de empresas (iii): Contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”, en *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 27 de julio de 2021, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacenederecho.org/la-compraventa-de-empresas-iv-contenido-tipico-de-un-contrato-de-compraventa-de-empresa-spa-sale-purchase-agreement>>.

ALFARO, J., “Caso: la compra frustrada de Victoria’s Secret: MAE y OCB combinadas”, en *Almacén de Derecho*, entrada de blog de 28 de enero de 2022, disponible a fecha de publicación en: <<https://almacenederecho.org/caso-la-compra-frustrada-de-victorias-secret-mae-y-ocb-combinadas>>.

ÁLVAREZ ARJONA, J.M., “Elementos comunes y la Estrategia del Cierre”, en ÁLVAREZ ARJONA, J.M. y CARRASCO PERERA, Á. (Dir.), *Adquisiciones de empresas*, 5ª ed., Aranzadi, Cizur Menor, 2019, pp. 55-105.

ANDRÉ, P., KHALIL, S. y MAGNAN, M., “Termination Fees in Mergers and Acquisitions: Protecting Investors or Managers”, en *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 34, pp. 541-566.

ARMOUR, J. y SKEEL, JR., D.A., “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Divergence of US and UK Takeover Regulation”, en *The Georgetown Law Journal*, vol. 95, 2007, pp. 1727-1794.

ASÚA, C. I., *La culpa in contrahendo (Tratamiento en el Derecho almena y presencia en otros ordenamientos)*, Servicio Editorial Universidad del País Vasco, Bilbao, 1989.

ASÚA, C. I., “Responsabilidad en la formación del contrato (Responsabilidad precontractual)”, en PARRA, M.Á. (Dir.) *Negociación y perfección de los contratos*, Aranzadi, Cizur Menor, 2014, pp. 139-168.

ATIENZA, M y MANERO, J.R., “Sobre principios y reglas”, en *Doxa: Cuadernos de Filosofía del Derecho*, núm. 10, 1991, pp. 101-120.

BADAWI, A.B., DE FONTENAY, E. y NYARKO, J., “The Value of M&A Drafting”, en *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series*, núm. 14, 2023 (se maneja la versión disponible en SSRN).

BAINBRIDGE, S.M., “The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine”, en *Vanderbilt Law Review*, vol. 57, 2004, pp. 83-130.

BASOZABAL, X., “En torno a las obligaciones precontractuales de información”, en *ADC*, t. LXII, 2009, pp. 647-711.

- BAU CABESTANY, J., “La cláusula MAC en los contratos de compraventa de empresa. Consideraciones prácticas”, en *2019 Práctica Mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2018 de los grandes despachos*, Wolters Kluwer, Madrid, 2019, pp. 503-553.
- BEATES, T., y LEMMON, M., “Breaking Up is Hard to do? An Analysis of Termination Fee Provisions and Merger Outcomes”, en *Journal of Financial Economics*, vol. 69, 2003, pp. 469-504.
- BOMBA, A.P., EPSTEIN, E., FLEISCHER, A., GOLDEN, P.S., RICHTER, P., SCHWENKEL, R.C., SHINE, D.N., SORKIN, J.E. y WEINSTEIN, G., “Termination Fees: Possible Expanded Judicial Flexibility—Comverge, Practice Tips and Ideas for Structuring”, en *The M&A Lawyer*, vol. 19, 2015, pp. 15-22.
- BOUCOBZA, X., *L'acquisition internationale de société*, Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1998.
- BRATTON, W.W. y WACHTER, M.L., “Bankers and Chancellors”, en *Texas Law Review*, vol. 93, 2014, pp. 1-84.
- BROUGHMAN, B., “CEO Compensation in Mergers and Acquisitions”, en *Brigham Young University Law Review*, vol. 2017, 2017, pp. 67-116.
- BROWNE, O.E., “Break Fees and Broken M&A Deals”, en *HLS Forum on Corporate Governance*, entrada de blog de 15 de noviembre de 2017, disponible a fecha de publicación en: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/11/15/break-fees-and-broken-ma-deals/>>.
- BUTLER, F.C. y SAUSKA, P., “Mergers and Acquisitions: Termination Fees and Acquisition Deal Completion”, en *Journal of Managerial Issues*, vol. 26, 2014, pp. 44-54.
- CABANAS TREJO, R., “Artículo 225”, en PRENDES CARRIL, P., MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. y CABANAS TREJO, R. (Dirs.), *Tratado de sociedades de capital*, t. I, 2017, pp. 1343-1354.
- CABANAS TREJO, R., “Artículo 226”, en PRENDES CARRIL, P., MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. y CABANAS TREJO, R. (Dirs.), *Tratado de sociedades de capital*, t. I, 2017, pp. 1354-1366.
- CAPILLA, A., “Los tratos preliminares, cartas de intenciones, ofertas vinculantes y no vinculantes. Su problemática contenciosa”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3ª ed., La Ley, Madrid, 2021, pp. 113-147.
- CARRASCO, Á., “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento”, en ÁLVAREZ ARJONA, J.M. y CARRASCO PERERA, Á. (Dirs.), *Adquisiciones de empresas*, 5ª ed., Aranzadi, Cizur Menor, 2019, pp. 253-330.
- CARRASCO, Á., *Derecho de contratos*, 3ª ed., Civitas, Cizur Menor, 2021.
- CARRETERO PÉREZ, A., “El deber de conservación de la integridad patrimonial de la empresa como deber específico del empresario”, en *Boletín de Información del Ministerio de Justicia*, núm. 1351, 1984, pp. 3-13.
- CARVAJAL, J. y MÉNDEZ, T., “Nueva Ley del Mercado de Valores: novedades en materia de Ofertas Públicas de Adquisición”, en *Pérez-Llorca*, pp. 2-3, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.perezllorca.com/actualidad/nota-juridica/nueva-ley-del-mercado-de-valores-novedades-en-materia-de-ofertas-publicas-de-adquisicion/>>.

CASTAÑÓN MOATS, M., DENICOLA, P. y WITTMER, C., “The corporate director’s guide to overseeing deals”, en *HLS Forum on Corporate Governance*, entrada de blog de 28 de noviembre de 2022, disponible a fecha de publicación en: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2022/11/28/the-corporate-directors-guide-to-overseeing-deals/>>.

CLIFFORD, “Cambios en el régimen de las ofertas públicas de adquisición (“OPAs”) tras la LMVSI”, marzo 2023, pp. 2-3, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2023/03/Cambios%20LMVSI.pdf>>.

CNMV, *Procedimiento para la tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores, dispensas y excepciones (P06)*, 20/09/2016.

COATES IV, J.C., “M&A Brak Fees: U.S. Litigation vs UK Regulation”, en KESSLER, D.P. (Ed.), *Regulation vs. Litigation: Perspectives form Economics and Law*, The University of Chicago Press, Chicago, 2010, pp. 239-284.

COATES IV, J.C., “Mergers, Acquisitions and Restructuring: Types, Regulation, and Patterns of Practice”, en *Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, núm. 781, 2014, pp. 1-37.

COATES IV, J.C. y SUBRAMANIAN, G., “A buy-side model of lockups – theory and evidence”, en *Stanford Law Review*, vol. 53, 2000, pp. 307-396.

COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO, *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas*, Madrid, 14 de octubre de 2013.

COOTER, R., y FREEDMAN, B.J., “The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences”, en *New York University Law Review*, vol. 66, 1991, pp. 1045-1075.

CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “Artículos 233 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas”, en URÍA, R., MENÉNDEZ, A., y OLIVENCIA, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IX, vol. 2, Civitas, Cizur Menor, 2008.

CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., “El informe de los administradores en las modificaciones estructurales”, en ROJO, A., CAMPUZANO, A.B., CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A. (Coords.), *Las modificaciones estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Aranzadi, Cizur Menor, 2015, pp. 225-263.

CUATRECASAS, *Impacto del COVID-19 en la actividad de M&A: España y Portugal*, febrero 2021, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.cuatrecasas.com/resources/1614845925es-60586251c9711583700294.pdf?v1.34.0.202209271053>> .

CUATRECASAS, *Market Trends in Iberian Private Equity Transactions*, 2023, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.cuatrecasas.com/resources/market-trends-2023-edit-iberia-web-6409d1db2f974821243530.pdf?v1.45.1.20230309>>.

DAVIES, G. y PALMER, J., “Break fees common but not always legal: Break fees have become an accepted feature of the UK market, but they need careful legal attention”, en *International Financial Law Review*, entrada de 25 de marzo de 2004, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.iflr.com/article/2a63s77imlt6ci18q5kao/united-kingdom>>.

- DEMOTT, D.A., “Fiduciary Breach, Once Removed”, en *Texas Law Review*, vol. 94, 2016, pp. 238-249.
- DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, vol. I, 6ª ed., Civitas, Cizur Menor, 2007.
- DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de Derecho civil*, vol. II, 7ª ed., Tecnos, Madrid, 1995.
- DLA PIPER, *Global M&A Intelligence Report 2021*, disponible a fecha de publicación en <<https://www.dlapiper.cl/wp-content/uploads/2021/07/2021-Global-MA-Intelligence-Report484380.1.pdf>>
- DLA PIPER, *Global M&A Intelligence Report 2022*, disponible a fecha de publicación en <<https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2022/05/global-ma-intelligence-report-2022>>
- EASTERBROOK, F.H. y FISCHER, D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Londres-Cambridge (Mass.), 1991.
- EISENBERG, M. A., “The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law”, en *Fordham Law Review*, vol. 62, 1993, pp. 437-468.
- EIZAGUIRRE, J.M., *Derecho mercantil*, 5ª ed., Civitas, Cizur Menor, 2005.
- EIZAGUIRRE, J.M., “Civil law: la vigencia de una categoría convencional”, en *ADC*, t. LXV, 2012, pp. 533-546.
- EMBED, J.M., “La protección de la discrecionalidad empresarial: artículo 226”, en HERNANDO CEBRIÁ, L., (Coord.), *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital: adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo*, Bosch, Barcelona, 2015, 105-133.
- EMPARANZA, A., “El deber de lealtad de los administradores y de evitar situaciones de conflicto”, en EMPARANZA, A. (Dir.), *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital*, Madrid-Barcelona-Buenos Aires-São Paulo, 2016, pp. 137-158.
- FELIU REY, J., “Cláusula penal: naturaleza de la pena, moderación judicial y su posible configuración como título ejecutivo”, en *ADC*, t. LXVII, 2014, pp. 169-218.
- FELIU REY, J., “El deber de secreto de los administradores (artículo 232 de la Ley de Sociedades de Capital)”, en Martínez-Echevarría (Dir.), *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Cizur Menor, 2015, pp. 613-648.
- FENOLLAR, M., “Las cláusulas MAC (Material Adverse Change) en los procesos de fusión y adquisición de empresas en el ordenamiento español”, *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad de Alcalá*, núm. 12, 2019, pp. 195-220.
- FERNÁNDEZ CORTIJO, P., “Oferta pública de adquisición de acciones (OPA) en el mercado alternativo bursátil (MAB) y exclusión de cotización”, en *2021 Práctica Mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2020 de los grandes despachos*, Wolters Kluwer, Madrid, 2021, pp. 341-362.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores”, en *RDBB*, núm. 76, 1999, pp. 65-133.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 42. Condiciones de la oferta competidora”, en García de Enterría, J. y Zurita, J. (Dir.), *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Cizur Menor, 2009, pp. 880-897.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 46. Igualdad informativa”, en GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Civitas, Cizur Menor, 2009, pp. 925-954.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Alcance y significado de la *passivity rule* tras la aprobación de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición”, en *RdS*, núm. 25, 2005, pp. 305-315.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La fase de ejecución (Escritura Pública e Inscripción en el Registro. Impugnación)”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, t. I, Aranzadi, Cizur Menor, 2009, pp. 645-720.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La protección de los acreedores en las modificaciones estructurales: justificación y medios de prueba en el RD Ley 5/2023”, en *RGI&R*, núm. 11, 2023, pp. 47-82.

FERNÁNDEZ TORRES, I., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada”, en BENEYTO, J.M. y LARGO, R. (Dirs.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Bosch, Barcelona, 2009, pp. 503-544.

FISCHEL, D.R., “The Business Judgment Rule and the Trans Union Case”, en *The Business Lawyer*, 1985, vol. 40, pp. 1437-1455.

FLEISCHER, H., “La “Business Judgment Rule” a la luz de la comparación jurídica y de la economía del Derecho”, en *RDM*, núm. 246, 2002, pp. 1727-1754.

FOX, D., “Breakup Fees — Picking Your Number”, en *HLS Forum on Corporate Governance*, entrada de blog de 11 de septiembre de 2012, disponible a fecha de publicación en: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2012/09/11/breakup-fees-picking-your-number/>>.

GALLEGO, E., “La compraventa de empresa en el Anteproyecto de Código Mercantil”, en *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: Libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortíz*, Getafe, 2015, pp. 436-454.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA”, en *RDMV*, núm. 2, 2008, pp. 89-136.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración de la sociedad afectada”, en GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Civitas, Cizur Menor, 2009, pp. 447-478.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitaciones de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo”, en GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y

ZURITA, J. (Dir.), *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Civitas, Cizur Menor, 2009, pp. 613-667.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3ª ed., La Ley, Madrid, 2021, pp. 59-77.

GARCÍA MANDALONIZ, M., “Inconcreción del deber de diligente administración, disposición del régimen de responsabilidad e inclusión de la regla de la discrecionalidad empresarial (artículos 225 y 226 de la ley de sociedades de capital)”, en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA (Dir.), *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Aranzadi, Cizur Menor, 2015, pp. 357-426.

GARCÍA RUBIO, M.P., *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, Tecnos, Madrid, 1991.

GARRIDO, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, en *Derecho de sociedades. Libro homenaje a F. Sánchez Calero*, vol. III, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 2719-2752.

GARRIDO, J.M., “El deber de neutralidad”, en JUSTE, J., y RECALDE, A. (Coord.), *Derecho de OPAS. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 493-512.

GARRIGUES, *Las claves de la nueva Ley de Mercados de Valores*, marzo 2023, disponible a fecha de publicación en

<https://www.garrigues.com/sites/default/files/documents/las_claves_de_la_nueva_ley_de_mercados_de_valores.pdf>.

GAUGHAN, P.A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 7ª. ed., Wiley, Hoboken, 2017.

GILI, M., “Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas”, en *InDret*, núm. 1, 2013, pp. 1-19.

GIMENO BEVIÁ, V., *Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa*, Aranzadi, Cizur Menor, 2017.

GIMENO BEVIÁ, V., “Los acuerdos de exclusividad en los procesos de adquisición de empresas”, en *RDM*, núm. 304, 2017, pp. 269-294.

GIMENO RIBES, M., *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, Comares, Granada, 2013.

GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, La Ley, Madrid, 1994.

GÓMEZ LIGÜERRE, C., “Retribución y responsabilidad de consejeros”, en HIERRO ANIBARRO, S. (Dir.), *Retribución de consejeros*, Marcial Pons, Madrid- Barcelona-Buenos Aires-São Paulo, 2020, pp. 801-852.

GÓMEZ POMAR, F. y GILI, M., “Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3ª ed., La Ley, Madrid, 2021, pp. 417-477.

- GÓMEZ POMAR, F. y GILI, M., “Daños y perjuicios en las operaciones de compraventa de empresa”, en *Revista de Derecho Civil*, vol. IX, 2022, pp. 1-69.
- GÓMEZ POMAR, F. y SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos”, en *InDret*, 1/2007, pp. 1-52.
- GONDRA, J.M., “La estructura jurídica de la empresa”, en *RDM*, núm. 228, 1998, pp. 493-592.
- GONZÁLEZ-MENESES, M. y ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, 2ª ed., Dykinson, Madrid, 2013.
- GONZALO ANGULO, J.A. y LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A., “El régimen contable de las combinaciones de negocios (I): el método de adquisición”, en ROJO, A., CAMPUZANO, A.B., CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A., (Coords.), *Las modificaciones estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Aranzadi, Cizur Menor, 2015, pp. 777-819.
- GUERRA, G., *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses: Su Influencia en el Movimiento de Reforma del Derecho Europeo*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2003.
- GUERRERO, C., *La Business Judgment Rule en los procesos de M&A*, Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil UCM, 2010/32.
- GUERRERO, C., *El deber de diligencia de los administradores en el gobierno de las sociedades de capital: la incorporación de los principios de la “business judgment rule” al ordenamiento español*, Civitas, Cizur Menor, 2014.
- GUERRERO, C., “La protección de la discrecionalidad empresarial en la Ley 31/2014, de 3 de Diciembre”, en *RDM*, núm. 298, 2015, pp. 147-182.
- HALLET, R., “Due diligence”, en ÁLVAREZ ARJONA, J.M. y CARRASCO PERERA, Á. (Dirs.), *Adquisiciones de empresas*, 5ª ed., Aranzadi, Cizur Menor, 2019, pp. 163-226.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., *El contrato de compraventa de empresa (Extensión de su régimen jurídico a las cesiones de control y a las modificaciones estructurales de sociedades)*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2005.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., *La revisión legal (“legal due diligence”) en el derecho mercantil: transparencia y control en operaciones de inversión y en adquisiciones y fusiones de empresa*, Comares, Granada, 2008.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., *El deber diligente de administración en el marco de los deberes de los administradores: La Regla del –buen– juicio empresarial*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona-Buenos Aires, 2009.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., “La configuración estatutaria del deber de diligente administración”, en *RdS*, núm. 34, 2010, pp. 125-165.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., “Contenido del contrato de compraventa y de otras transmisiones de PYMES”, en HERNANDO CEBRIÁ, L. (Dir.), *La compraventa y otras formas de transmisión de pequeñas y medianas empresas*, Bosch, Barcelona, 2014, pp. 153-205.

HERNANDO CEBRIÁ, L., “El deber general de diligencia: artículo 225”, en HERNANDO CEBRIÁ, L. (Coord.), *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital: adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo*, Bosch, Barcelona, 2015, pp. 59-104.

HERNANDO CEBRIÁ, L., “The Spanish and the European Codification of the Business Judgment Rule”, en *ECFR*, vol. 15, 2018, pp. 41-68.

HERZEL, L. y KATZ, L., “Smith v. Van Gorkom: The Business of Judging Business Judgment”, en *The Business Lawyer*, vol. 41, 1986, pp. 1187-1193.

HIERRO ANIBARRO, S., *La sociedad limitada nueva empresa*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2006

HIERRO ANIBARRO, S. y ZUECO, T., “Aproximación a los deberes de administradores en las adquisiciones de empresa”, en COHEN, A. y MUÑOZ, A. (Dir.), VIÑUELAS, M. (Coord.), *Deberes de los administradores de las sociedades de capital*, Civitas, Cizur Menor, 2023, pp. 571-597.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., “El derecho-deber de información de los administradores como fundamento de la business judgement rule”, en AA.VV., *Las sociedades de capital: sus intereses y sus conflictos*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 353-371.

IGARTUA, I., “Fusiones y adquisiciones y derecho de la competencia: qué permiten y qué no permiten las normas de competencia antes del cierre de una operación”, en GA_P, *Notas de Competencia*, núm. 13, noviembre 2015, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.gap.com/wp-content/uploads/2018/03/notas-de-competencia-13-2015.pdf>>.

INSTITUTE OF MERGERS, ACQUISITIONS AND ALLIANCES (IMAA), *Mergers and Acquisitions Statistics*, disponible a fecha de publicación en: <<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>>.

IRIBARREN, M., “Los deberes de los administradores ante la reestructuración de las sociedades en dificultades”, en *ADCo*, núm. 58, 2023, pp. 279-302.

JEON, J.Q. y LIGON, J.A., “How much is reasonable? The size of termination fees in mergers and acquisitions”, en *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, 2011, pp. 959-981.

JIMÉNEZ BLANCO, G., “OPA y régimen sancionador (I) Sanciones administrativas”, en JUSTE, J., y RECALDE, A. (Coord.), *Derecho de OPAS. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 621-649.

JUSTE, J., “Artículo 226. Protección de la discrecionalidad empresarial”, en GARCÍA-CRUCES, J.A. y SANCHO GARGALLO, I. (Dir.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, t. III. *La junta general La administración de la sociedad*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, pp. 3105-3116.

KAPLOW, L., “Rules versus Standards: An Economic Analysis”, en *Duke Law Journal*, vol. 42, 1992, pp. 557-629.

LAFFERTY, W.M., SCHMIDT, L.A. y WOLFE, JR., D.J., “A Brief Introduction to the Fiduciary Duties of Directors Under Delaware Law”, *Penn State Law Review*, vol. 116, 2012, pp. 837-877.

LAGUNA DE PAZ, J.C., “El principio de responsabilidad personal en las sanciones administrativas”, en *Revista de Administración Pública*, núm. 211, 2020, pp. 37-69.

LAJOUX, A.R., “Role of the Board in M&A”, en *HLS Forum on Corporate Governance*, entrada de blog de 7 de septiembre de 2015, disponible a fecha de publicación en: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/09/07/role-of-the-board-in-ma/>>.

LARENZ, K., *Derecho de obligaciones*, t. I, traducción y notas de SANTOS BRIZ, J., Edersa, Madrid, 1952.

LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles: fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, Cizur Menor, 2000.

LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto de fusión”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dir.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, t. I, Aranzadi, Cizur Menor, 2009, pp. 421-487.

LARGO GIL, R., “El deber de abstención de los administradores durante el período intermedio de una fusión de sociedades”, en *RdS*, núm. 64, 2022, pp. 127-147.

LAW INSIDER, “Best Efforts: Sample Clauses”, en *lawinsider.com*, sitio web, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.lawinsider.com/clause/best-efforts>>.

LAW INSIDER, “Break-Up Fee: Sample Clauses”, en *lawinsider.com*, sitio web, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.lawinsider.com/clause/break-up-fee>>.

LAW INSIDER, “Business in the Ordinary Course: Sample Clauses”, en *lawinsider.com*, sitio web, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.lawinsider.com/clause/business-in-the-ordinary-course>>.

LAW INSIDER, “Non-Disclosure Agreement: Sample Clauses”, en *lawinsider.com*, sitio web, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.lawinsider.com/clause/non-disclosure-agreement>>.

LITTLE, R.B., WRIGHT, S.J. y SAUERMAN, K., “Standards of Review Applicable to Board Decisions in Delaware M&A Transactions”, en *HLS Forum on Corporate Governance*, entrada de blog de 20 de mayo de 2020, disponible a fecha de publicación en: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/05/20/standards-of-review-applicable-to-board-decisions-in-delaware-ma-transactions/>>.

LLEBOT, J. O., “El deber de diligencia (art. 225.1 LSC)”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L. A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dir.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Cizur Menor, 2016, pp. 317-343.

LLOBET I AGUADO, J., *El deber de información en la formación de los contratos*, Marcial Pons, Madrid, 1996.

MACEY, J.R. y MILLER, G.P., “Trans Union Reconsidered”, en *The Yale Law Journal*, vol. 98, 1988, pp. 127-143.

MAMBRILLA, V., “Las concretas manifestaciones del deber general de diligencia de los administradores”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO

UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L.A. Y ESTEBAN VELASCO, G. (Dir.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Cizur Menor, 2016, pp. 345-381.

MARCOS, F., “Los contratos de compraventa de empresas en España: un análisis empírico (2013-2014)”, en *RDM*, núm. 299, 2016, pp. 175-232.

MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital*, Marcial Pons, Madrid · Barcelona, 2005.

MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “Las Modificaciones estructurales como procedimiento para la transmisión de empresas”, en Álvarez Arjona, J.M. y Carrasco, Á. (Dir.), *Adquisiciones de empresas*, 5.ª ed., Cizur Menor, 2019, pp. 539-570.

MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “Deberes de control de la legalidad y acción social de responsabilidad de administradores. (STS, Sala Primera, núm. 1290/2023, de 31 de marzo del 2023)”, en *Análisis GA_P*, Mayo 2023, disponible a fecha de publicación en: <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2023/05/Deberes_control_legalidad.pdf>

MARTÍ MOYA, V., “La configuración de los tratos preliminares y la responsabilidad precontractual en los procedimientos de fusión de sociedades”, en *RDM*, núm. 25, 2005, pp. 1641-1685.

MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: preparación, adopción e impugnación de acuerdos*, Comares, Granada, 2010.

MARTÍN ZAMARRIEGO, A., “Radiografía del artículo 249.3 LSC: breve estudio sobre la (ir)relevancia del contrato documentado de delegación, más allá de las cuestiones de orden remuneratorio”, en COHEN, A. y MUÑOZ, A. (Dir.), VIÑUELAS, M. (Coord.), *Deberes de los administradores de las sociedades de capital*, Civitas, Cizur Menor, pp. 239-266.

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., “La fase decisoria: información sobre la fusión, desarrollo de la junta, publicación del acuerdo”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dir.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, t. I, Aranzadi, Cizur Menor, 2009, pp. 527-588.

MAYANJA, J., “No-Shop, No-Talk and Break-Up Fee Agreements in Merger and Takeover Transactions: The Case for a Fresh Regulatory Approach”, en *Australian Journal of Corporate Law*, vol. 14, 2002, pp. 1-25.

MAZA, I. DE LA, “Casos realmente difíciles: los deberes precontractuales de información y las consideraciones de eficiencia”, en *ADC*, t. LXIII, 2010, pp. 1683-1723.

MERCADAL VIDAL, F., “El proyecto de las modificaciones estructurales”, en ROJO, A., CAMPUZANO, A.B., CORTÉS, L.J. y PÉREZ TROYA, A. (Coords.), *Las modificaciones estructurales de las Sociedades Mercantiles*, Aranzadi, Cizur Menor, 2015, pp. 55-134.

MUÑOZ GARCÍA, A., “La disponibilidad, "de lege lata", del deber de diligencia de los administradores”, en JUSTE, J. y ESPÍN, C. (Coords.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: liber amicorum*, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco, t. I, Aranzadi, Cizur Menor, 2017, pp. 1023-1049.

MUSY, A.M., “The Good Faith Principle in Contract Law and the Precontractual Duty to Disclose: Comparative Analysis of New Differences in Legal Cultures”, en *Global Jurist Advances*, vol. 1, 2001, pp. 1-21.

NAVARRO FRÍAS, I., “El deber de legalidad de los administradores sociales”, en *RDM*, núm. 311, 2019, pp. 177-238.

NAVARRO FRÍAS, I., “‘Business judgment rule, legal judgment rule’ y deber de legalidad de los administradores sociales. Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo 1290/2023, de 31 de marzo”, en *RDM*, núm. 68, 2023, pp. 235-245.

OFFICER, M., “Termination Fees in Mergers and Acquisitions”, en *Journal of Financial Economics*, vol. 69, pp. 431-467.

PANTALEÓN, F., “Responsabilidad precontractual: propuestas de regulación para un futuro Código Latinoamericano de Contratos”, en *ADC*, t. LXIV, 2011, pp. 897-929.

PAREDES, C., “Sobre la admisibilidad en derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación (“break-up fees”) en supuestos de ofertas públicas de adquisición”, en *RDM*, núm. 249, 2003, pp. 1101-1139.

PAREDES, C.; PEREDA, J., y REDONET, J., “Ofertas públicas de adquisición de valores (II)”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3ª ed., La Ley, Madrid, 2021, pp. 621-689.

PARRA, M.Á., “Promesa de compraventa, precontrato y cartas de intenciones en la jurisprudencia”, en CARRASCO, Á. (Dir.), *Tratado de la compraventa: Homenaje a Rodrigo Bercovitz Aranzadi*, Cizur Menor, 2013, pp. 423-434.

PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2007.

PAZ-ARES, C., “Anatomía del deber de lealtad”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Cizur Menor, 2016, pp. 425-458.

PAZ-ARES, C., “¿Existe un deber de legalidad de los administradores?”, en GARCÍA-CRUCES, J.A. (Coord.), *De Iure Mercatus. Libro Homenaje al Prof. Dr. h. c. Alberto Bercovitz Rodríguez Cano*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2023, pp. 2362-2460.

PAZ-ARES, C. y NÚÑEZ-LAGOS, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3ª ed., La Ley, Madrid, 2021, pp. 285-318.

PÉREZ MILLÁN, D., “La competencia de la junta general respecto de las operaciones sobre activos esenciales y el poder de representación de los administradores”, en JUSTE, J. y ESPÍN, C. (Coords.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, t. I, Aranzadi, Cizur Menor, 2017, pp. 323-360.

PÉREZ DE LA CRUZ, A., “Prólogo”, en HIERRO ANIBARRO, S., *El Nuevo Mercado de valores tecnológicos*, Civitas, Madrid, 2001, pp. 21-23.

PLANA PALUZIE, À., “Break fees – Comisión por gastos de preparación de una oferta”, en *leyesyjurisprudencia*, entrada de blog de 15 de septiembre de 2016, disponible a fecha de publicación en: <<http://www.leyesyjurisprudencia.com/2016/09/break-fees-comision-por-gastos-de.html?m=1>>.

PORTELLANO DÍEZ, P., *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Civitas, Cizur Menor, 2016.

PORTELLANO DÍEZ, P., “El deber de evitar situaciones de conflicto de interés: entre la imperatividad y la dispensa [arts. 229, 230 y 529 ter.1.h) LSC]”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Cizur Menor, 2016, pp. 459-561.

RECALDE, A., “Modificaciones en el régimen de diligencia de los administradores”, en EMPARANZA, A. (Dir.), *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona-Buenos Aires-São Paulo, 2016, pp. 245-275.

RECALDE, A., “La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial (business judgement rule)”, en GONZÁLEZ, M.B. y COHEN, A. (Dirs.), *Derecho de sociedades: Revisando el derecho de sociedades de capital*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2018, pp. 1185-1213.

RECAMÁN, E., “La responsabilidad de los administradores en relación con la determinación del tipo de canje en la fusión”, en *RdS*, núm. 39, 2012, pp. 107-128.

RECAMÁN, E., “La protección de la discrecionalidad empresarial en la sociedad en crisis”, en GONZÁLEZ, M.B. y COHEN, A. (Dir.), *Derecho de sociedades. Cuestiones sobre órganos sociales*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2019, pp. 747-767.

RECAMÁN, E., “Hacia una determinación del comportamiento debido por los administradores en la reestructuración”, en *RDCPC*, núm. 32, 2020, pp. 127-143.

REED, J.L., BROWN III, R.N. y GLACCUM, J.A., “Selling the company: A practical guide for directors and officers”, en *DLA Piper Alert*, 23 de febrero de 2021, disponible a fecha de publicación en: <<https://www.dlapiper.com/en/us/insights/publications/2021/01/selling-the-company-a-practical-guide-for-directors-and-officers/>>.

RESTREPO, F. y SUBRAMANIAN, G., “The Effect of Prohibiting Deal Protection in M&A: Evidence from the United Kingdom”, en *The Journal of Law and Economics*, vol. 60, 2017, pp. 75-113.

RESTREPO, F. y SUBRAMANIAN, G., “The New Look of Deal Protection”, en *Stanford Law Review*, vol. 69, 2017, pp. 1013-1074.

ROBLES MARTÍN-LABORDA, A., “La limitación estatutaria de la responsabilidad de los administradores sociales frente a la sociedad”, en *RDM*, núm. 248, 2003, pp. 683-718.

ROIG, F. y MAROTO, T., “Private M&A in Spain”, en *Lexology*, 2019.

RONCERO, A., “Protección de la discrecionalidad empresarial y cumplimiento normativo”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G., (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Cizur Menor, 2016, pp. 383-423.

RUBIO ROA, M., *Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, Aranzadi, Cizur Menor, 2020.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Deber de abstención de los administradores y actuaciones a favor de la ley en las ofertas públicas de adquisición”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Civitas, Cizur Menor, 2008, pp. 1561-1588.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dir.), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, t. I, Aranzadi, Cizur Menor, 2009, pp. 489-501.

SCAIANSCHI MÁRQUEZ, H., *La dimensión contractual de la fusión*, Civitas, Cizur Menor, 2016.

SCOTT, K.E., “Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project”, en *Stanford Law Review*, vol. 35, 1983, pp. 927-948.

SEBASTIÁN QUETGLAS, R., (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3ª ed., La Ley, Madrid, 2021.

SENDRA, E., “Artículo 28. Responsabilidad”, en RECUERDA, M.A. (Dir.), *Régimen jurídico del sector público y procedimiento administrativo común*, Aranzadi, Cizur Menor, 2016.

SERRANO ACITORES, A., “El administrador societario en las fusiones”, en CAMACHO DE LOS RÍOS, F.J., ESPIGARES HUETE, J.C., y VELASCO FABRA, G. J. (Dir.), *La administración de las sociedades de capital desde una perspectiva multidisciplinar*, Aranzadi, Cizur Menor, 2019, pp. 109-143.

STOUT, L.A., “In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and the Business Judgment Rule”, en *Northwestern Law Review*, vol. 96, 2002, pp. 675-694.

SUBRAMANIAN, G. y PETRUCCI, C., “Deals in time of pandemic”, en *Columbia Law Review*, vol. 121, 2021, pp. 1405-1480.

TAPIA HERMIDA, A.J., “Venta parcial de una sociedad mediante compraventa de acciones sociales calificada como civil. Sentencia 119/2020 de 20 de febrero de 2020 de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo”, en *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, entrada de blog de 4 de abril de 2020, disponible a fecha de publicación en: <<http://ajtapia.com/2020/04/venta-parcial-de-una-sociedad-mediante-compraventa-de-acciones-sociales-calificada-como-civil-sentencia-119-2020-de-20-de-febrero-de-2020-de-la-sala-primera-de-lo-civil-del-tribunal-supremo/>>.

TORTUERO, J., “El contrato de compraventa de acciones”, en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3ª ed., La Ley, Madrid, 2021, pp. 353-397.

TUCH, A.F., “Disclaiming Loyalty: M&A Advisors and Their Engagement Letters: In response to William W. Bratton & Michael L. Wachter, Bankers and Chancellors”, en *Texas Law Review*, vol. 93, 2015, pp. 211-229.

TUCH, A.F., “Banker Loyalty in Mergers and Acquisitions”, en *Texas Law Review*, vol. 94, 2016, pp. 1079-1154.

VERDA Y BEAMONTE, J.R. DE, “Las cláusulas de exoneración y limitación de responsabilidad en el Derecho español”, en *Revista Chilena de Derecho Privado*, núm. 4, 2005, pp. 33-80.

VÉRGEZ, C., RECALDE, A. y ALCÁZAR, E., “La cláusula ‘best efforts’ como patrón de diligencia en las compraventas de empresas y sus efectos sobre el Derecho de la competencia”, en *2022 Práctica Mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2021 de los grandes despachos*, Madrid, 2022, pp. 185-207.

VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho mercantil*, vol. I, 24ª ed., Tirant lo Blanch, Valencia, 2022.

VIVES RUIZ, F., “El deber de secreto de los administradores sociales”, en *RDBB*, núm. 167, 2022, pp. 11-48.

WEINSTEIN, G. y COOPERSTEIN, D.A. “Proposed Postpandemic Framework for Ordinary Course an MAE Provisions in Merger Agreements: Reviewing Recent Market Practice Changes and Addressing Skewed Incentives”, en *Yale Law Journal Forum*, vol. 131, 2021-2022, pp. 1047-1105.

ZABALETA DÍAZ, M., *El principio de conservación de la empresa en la Ley concursal*, Civitas, Madrid, 2006.