

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  
1/12/2023Aceptación  
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 privada**
  - 3.1. 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 estadounidense<sup>1</sup>, 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&A<sup>2</sup>. 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.

<sup>1</sup> 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..

<sup>2</sup> *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.