



**COMILLAS**  
**UNIVERSIDAD PONTIFICIA**

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**LA REGLA DE LA DISCRECIONALIDAD  
EMPRESARIAL EN EL MARCO DE LAS  
FUSIONES Y ADQUISICIONES**

Autor: Juan Mendizábal Ruiz

5°E-3B

Derecho Mercantil

Tutor: Irene Lorenzo Rego

Madrid

Abril de 2022

## ÍNDICE

<b>I. INTRODUCCIÓN</b>	<b>6</b>
<b>II. EL JUICIO DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL</b>	<b>8</b>
2.1 CONCEPTO .....	8
2.2 FUNDAMENTO Y RAZÓN DE SER.....	11
2.3 ARTÍCULO 226 LSC.....	14
2.3.1 Contenido .....	14
2.3.2 Ámbito de aplicación .....	14
2.3.3 Presupuestos .....	16
2.3.4 Distinción entre el conflicto de interés del artículo 226 y el deber de lealtad	18
2.4 DISTRIBUCIÓN DE LA CARGA DE LA PRUEBA.....	19
<b>III. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES</b>	<b>20</b>
3.1 CONCEPTO .....	20
3.2 LA ADQUISICIÓN HOSTIL .....	22
3.3 ASPECTOS LEGALES DEL M&A .....	23
3.4 EFECTOS DE LA COMPRAVENTA DE EMPRESAS.....	24
3.5 ROL DE LOS ADMINISTRADORES EN EL PROCESO.....	25
<b>IV. LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL EN M&amp;A</b>	<b>27</b>
4.1 RELEVANCIA HISTÓRICA .....	27
4.1.1 Cuestiones iniciales .....	27
4.1.2 Dificultad en su aplicación.....	28
4.1.3 Evolución en su aplicación.....	29
4.1.4 Conclusiones sobre la aplicación americana.....	33
4.2 REDUNDANCIA ACTUAL DE LA BJR EN M&A Y REFLEXIONES SOBRE SU FUNDAMENTO .....	33
4.2.1 Razones prácticas .....	34
4.2.2 Razones de fondo .....	36

4.2.3 Reflexiones y conclusiones .....	38
<b>V. BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>42</b>

## **LISTADO DE ABREVIATURAS**

LSC: Ley de Sociedades de Capital

BJR: *Business Judgement Rule*

LME: Ley de Modificaciones Estructurales

LSA: Ley de Sociedades Anónimas

PCF: Proyecto Común de Fusión

M&A: *Mergers and Acquisitions*

EFR: *Entire Fairness Review*

OPA: Oferta Pública de Adquisición

OPV: Oferta Pública de Venta

S.A: Sociedad Anónima

S.L: Sociedad Limitada

CC: Código Civil

LC: Ley Concursal

## RESUMEN

La regla de la discrecionalidad empresarial llegó al ordenamiento jurídico español con la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modificaba la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. Se creaba entonces el artículo 226, arropado por los deberes de diligencia y lealtad, si bien la *business judgement rule* se engloba dentro del primero. Este artículo otorga al administrador una presunción por la cual, cuando su decisión sea tomada de manera informada, de buena fe y en el exclusivo interés de la sociedad, será respetada por los tribunales, recayendo la carga de la prueba en la parte que impugne la decisión.

Dentro de su ámbito de aplicación están algunas de las decisiones tomadas por los administradores en los procesos de M&A. Su papel en las fusiones y adquisiciones es de vital importancia, con funciones como la de información, o la de negociación, siendo decisivas para el éxito de la operación. Sin embargo, hay ocasiones en las que estas decisiones buscan satisfacer sus intereses personales, como el de aumentar su influencia o el de perpetuarse en el cargo, perdiendo la presunción de diligencia que se le otorgaba.

La rigidez de la regla para su aplicación al contexto de M&A se ha mostrado ineficiente, especialmente a ojos de la jurisprudencia estadounidense, donde se ha tenido que ir elevando el estándar de diligencia con el paso del tiempo. En España, la *business judgement rule* se manifiesta como una reproducción de su artículo predecesor, con una matización contextual “decisiones estratégicas y de negocio” más que prescindible.

Busca otorgar una protección al administrador sobre un área en la que no estaba, en absoluto, amenazado. Esto se justifica por la escasez de condenas por incumplimiento del deber de diligencia, y menos aún por aplicar la BJR. Asimismo, su inclusión se sustenta sobre unos motivos de fondo totalmente cuestionables.

Se puede concluir, por razones prácticas y de fondo, que es una regla redundante.

## **ABSTRACT**

The business judgement rule was introduced into the Spanish legal system by the Law 31/2014 of December 3, 2014, which amended the Spanish Companies Act to improve corporate governance. Article 226 was then created, wrapped by the duties of diligence and loyalty, although the business judgement rule is encompassed within the former. This article grants the director a presumption whereby, when his decision is taken in an informed manner, in good faith and in the exclusive interest of the company, it will be respected by the courts, with the burden of proof falling on the party challenging the decision.

Within its scope of application are the decisions taken by the directors in M&A processes. Their role in mergers and acquisitions is of vital importance, with functions such as information or negotiation being decisive for the success of the operation. However, there are occasions in which these decisions seek to satisfy personal interests, such as increasing their power or perpetuating their position, losing the presumption of diligence that was granted to him.

The rigidity of the rule for its application in the context of M&A has proved inefficient, especially in U.S. case law, where the standard of diligence has had to be raised over time. In Spain, the business judgement rule manifests itself as a reproduction of its predecessor article, with a contextual nuance “strategic and business decision” that is more than dispensable.

It seeks to grant protection to the administrator in an area in which he was not, at all, threatened. This is justified by the scarcity of convictions for breach of duty of care, let alone for applying the BJR. Furthermore, its inclusion is supported on entirely questionable substantive grounds.

It can be concluded, for practical and substantive reasons, that it is a redundant rule.

## I. INTRODUCCIÓN

La unión de empresas, o la compra de una por parte de otra, constituye la manera más común de crecimiento inorgánico, ganando así dimensión y competitividad en el sector. Durante estos últimos años, se ha presenciado un auge inaudito en este tipo de operaciones, pues gozábamos de una serie de factores que las impulsaban, como la bonanza económica, la evolución positiva de las bolsas o la liquidez del mercado. De manera paralela, la globalización y la apertura de mercados han reforzado la competencia entre empresas, haciendo del tamaño de la sociedad una de las mayores ventajas competitivas, por lo que muchas se han visto obligadas a unirse o adquirirse.

Las fusiones y adquisiciones de empresas se producen, en su mayoría, persiguiendo unas sinergias que hagan que dos más dos sumen cinco. Sin embargo, con frecuencia se ve cómo esta operación acaba sumando tres. En 2022, Santa Fe Associates International Spain, una firma global de asesoría, situó en un ochenta por ciento el porcentaje de operaciones que no llegan a satisfacer las expectativas financieras. Cabe plantearse qué motivos justifican esto.

Posibles respuestas son el conocimiento insuficiente de la empresa, la inflación de potenciales sinergias, las características propias de cada entidad que dificultan la integración, o simplemente el pago de un precio muy alto. Por otro lado, también se producen situaciones en las que una adquisición es muy interesante para la empresa adquirida, pero, sin embargo, se ve truncada por intereses de la dirección, que la dificulta ayudándose de medidas defensivas. La mayoría de las razones que argumentan que estas operaciones acostumbren a fracasar tienen detrás al mismo autor, el administrador, que, si bien no se encarga de tomar la decisión como tal, sí es quien debe informar a los socios sobre los aspectos a favor y en contra de la operación. Los socios integrantes de cada sociedad mercantil participante de la operación deberán votar a favor en una Junta, en la que contarán con la información recogida en el Proyecto de Fusión<sup>1</sup> (en adelante, PCF), el balance y los informes, dentro de un plazo máximo de seis meses desde la aprobación del PCF.

---

<sup>1</sup> El proyecto común de fusión es un documento que se elabora en el proceso de fusión de dos o más empresas. Contiene información detallada sobre cómo se llevará a cabo la fusión, incluyendo los términos y condiciones acordados, los aspectos legales y fiscales involucrados, el impacto en los empleados y clientes, así como cualquier otro aspecto relevante del proceso de fusión. Previsto en el artículo 30 de la Ley de Modificaciones Estructurales.

No es novedad que los intereses de los dueños de la empresa no estén alineados con los de los administradores pues, los primeros buscan únicamente maximizar el valor de sus participaciones/acciones y, los segundos, pueden tener otras intenciones como el poder, su promoción profesional, su sueldo o el mantenimiento en el cargo.

Los administradores, en virtud del artículo 225 de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC), tienen el deber de cumplir con la diligencia de un ordenado empresario y subordinar, en todo caso, su interés particular al interés de la empresa. Sin embargo, no necesariamente la mala actuación del administrador ha sido intencionada, sino que puede encuadrarse en aquellas decisiones erróneas que cualquier persona adopta cuando es la encargada de gestionar un negocio, recibiendo este espacio el nombre de “discrecionalidad empresarial”, y siendo regulado en el artículo siguiente, el 226. En otras palabras, lo que pretende este estándar de diligencia es otorgar inmunidad al administrador para que así pueda asumir un grado razonable de riesgo natural que cualquier decisión estratégica de negocio conlleva. Este espacio de inmunidad se materializa, como versa el texto legal, cuando la decisión está sujeta a discrecionalidad empresarial y el administrador actúa de buena fe, sin interés personal en el asunto, con información suficiente y de acuerdo con un procedimiento de decisión adecuado.

Los objetivos de este trabajo son, en primer lugar, analizar si las actuaciones de los administradores en los procesos de compraventa de empresas con sumergibles bajo el paraguas de la discrecionalidad empresarial, a la vista de sus presupuestos legales, considerando tanto las operaciones ofensivas, en compra de una empresa, como defensivas, impidiendo su propia compra. Y, en segundo lugar, estudiar hasta qué punto son relevantes sus presupuestos. Esta relevancia se investigará, por un lado, desde el punto de vista del fundamento, tras hacer un repaso sobre su aplicación histórica en Estados Unidos, en tanto que estos mismos ya se encuentran presentes en el deber de diligencia y el deber de lealtad. Se irá presupuesto por presupuesto, analizando si su fundamento justifica la inclusión de cada uno en el artículo 226. Y, por otro lado, se estudiará la relevancia en la aplicación por el sistema judicial español, a la vista de la realidad de las empresas españolas.

Tradicionalmente, la actuación del administrador se revisaba en base al criterio de la *business judgement rule* (en adelante, BJR), en ausencia de vulneraciones del deber de lealtad, cuando se daba una actuación gravemente negligente. Sin embargo, en torno a los



años 80, con el auge de las fusiones y adquisiciones o, *mergers and acquisitions* (en adelante, M&A), y de las tomas de control hostiles, los tribunales se vieron obligados a adaptar el criterio de revisión, pues el conflicto de intereses que se producía entre la sociedad y el administrador reclamaba un mayor rigor en el examen de la conducta. Tal es así, que se comenzó a aplicar un criterio de revisión propio de las deslealtades.

La metodología que se va a emplear parte del análisis de las distintas fuentes de información que utilizaré para conocer la cuestión y crearme una opinión, como son los artículos, publicaciones, libros, manuales, doctrina y jurisprudencia, tanto nacional como estadounidense. Además de destacar estos textos, iré añadiendo mis propias ideas, reflexiones y sugerencias jurídicas a lo largo de todo el trabajo.

El trabajo comenzará definiendo y encuadrando el juicio de la discrecionalidad empresarial dentro de los deberes del administrador, a la vez que se mencionará el origen jurisprudencial de esta figura. Adicionalmente, se intentará aislar la franja en la que la *business judgement rule* opera, siendo delimitada por el conflicto de interés que la anula (art. 226.2 Ley de Sociedades de Capital) y los deberes legales propios de los administradores, tanto el de diligencia como el de lealtad.

Posteriormente, se entrará en materia de fusiones y adquisiciones, definiendo ambos conceptos, sus fases, y el papel que juegan los administradores en estos procedimientos. Esto se analizará tanto desde el punto de vista del “administrador comprador” como del “administrador vendedor”, pues el conflicto de intereses se da desde ambas perspectivas, adquiriendo considerable importancia las adquisiciones hostiles, y las medidas defensivas que los gestores pueden adoptar. Por último, el autor tratará de unir ambas facetas, la BJR y las fusiones y adquisiciones, viendo la evolución de los criterios del estándar de diligencia exigido, y cómo cada vez se difuminaban más las fronteras con el deber de lealtad. Finalmente, se planteará hasta qué punto era necesaria la inclusión del artículo 226, tanto por una cuestión de fundamento, como por una cuestión aplicativa y de economía procesal.

## **II. EL JUICIO DE LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL**

### **2.1 CONCEPTO**

El 4 de diciembre de 2014 se publicó en el Boletín Oficial del Estado la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modificaba la Ley de Sociedades de Capital

para la mejora del gobierno corporativo. Básicamente, recogía una serie de medidas propuestas por una Comisión de Expertos en Gobierno Corporativo que fue nombrada por el Gobierno de entonces. Una de estas medidas fue la inclusión del juicio de la discrecionalidad empresarial, creando así el nuevo artículo 226 LSC.

Los administradores, desde que aceptan el cargo (que después, conforme al artículo 215 LSC, se deberá inscribir en el Registro Mercantil) ocupan un lugar jurídico-societario complejo, pues a la par que adquieren poderes gestores, soportan el cumplimiento de deberes jurídicos. El carácter fiduciario del cargo de administrador, dadas sus labores funcionales y orgánicas en la organización, precisa delimitar la conducta exigible en el desarrollo de sus funciones de acuerdo con unos deberes generales: el deber de diligencia y el deber de lealtad.

En anteriores etapas de la historia, cuando ni siquiera existía el derecho societario, el empresario respondía ilimitadamente con su patrimonio ante cualquier deuda generada por su negocio, lo que evidentemente frenaba la actividad empresarial y suponía un impedimento para el que quisiera tomar riesgos.

Los riesgos intrínsecos a determinadas actividades y la necesidad de favorecer su desarrollo propiciaron el nacimiento de técnicas contractuales que limitaran la responsabilidad de los empresarios. El primer negocio que, por su dimensión y la magnitud de los riesgos, implementó estas técnicas fue el comercio marítimo, utilizándose primero fórmulas contractuales (por ejemplo, abandono del buque), estatutarias (limitaciones *ultra vires*), cuentas en participación, sociedades comanditarias y, finalmente, con el paso de los siglos, su reconocimiento legal<sup>2</sup>.

Este reconocimiento legal se refiere al nacimiento de las sociedades, que suponía la separación entre propiedad de la empresa y su gestión, entre los dueños y el órgano de administración respectivamente. En cuanto a su responsabilidad, la de los socios quedaba reducida al capital aportado. Sin embargo, la responsabilidad de los administradores no quedaba clara; ni cuándo deberían responder, ni de qué manera.

Por matizar, la limitación de la responsabilidad se da en las sociedades de capital, como la anónima o la limitada (artículo 1.2 y 1.3 LSC), por lo que, actualmente, el

---

<sup>2</sup> Vives Ruiz, F., *Apuntes de Derecho de Sociedades*, 2022, Facultad de Derecho ICADE.

empresario, en figuras como el empresario individual o las sociedades personalistas, sigue respondiendo personalmente con su patrimonio frente a las deudas.

A la hora de regular la responsabilidad de los administradores, muy acertada era la opinión que Joaquín Garrigues mantenía en relación con la Ley de Sociedades Anónimas (Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas, en adelante, LSA), pues comentaba que nadie se aviene a actuar como administrador de intereses ajenos bajo la amenaza de incurrir en responsabilidad por cualquier falta de atención o de previsión, por minúscula que esta pueda ser, ni a someter a revisión todo descuido o todo posible error de apreciación o de cálculo<sup>3</sup>.

Ante esto, se puede pensar que lo adecuado sería rebajar el estándar de diligencia exigido, con lo que bastaría imponer el “privilegio romano”, por el cual los administradores responden únicamente por culpa grave. Esta fue la solución que se adoptó para las sociedades colectivas en nuestro Código de Comercio (art.144) y también en la LSA, que exoneraba a los administradores cuando hubiesen actuado con culpa leve u ordinaria (art. 79).

Pero aquí surge un problema, su carácter “sobre-inclusivo”, pues someter todas las acciones a un deber de diligencia con un estándar tan bajo no es lo correcto, en tanto que deberes como el formular las cuentas, o convocar la junta, no están sujetos a riesgos inherentes que permitan la equivocación<sup>4</sup>. Con todo, siguiendo a Paz-Ares, parece que lo correcto es aislar una franja de actividad de gran importancia para la empresa, como son las decisiones estratégicas y de negocio, y garantizar que los administradores dispongan de ese espacio de inmunidad, siempre que, como se verá más adelante, se cumplan ciertos requisitos en su conducta<sup>5</sup>.

Esta es la llamada *business judgement rule*, que establece un estándar de diligencia del ordenado empresario que otorga inmunidad a los administradores para que puedan asumir el grado razonable de riesgo natural en toda decisión de negocio.

---

<sup>3</sup> Garrigues, J., citado por Vives Ruiz, F., *ibid*.

<sup>4</sup> Paz-Ares, C, “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 20, 2003 (disponible en <https://indret.com/la-responsabilidad-de-los-administradores-como-instrumento-de-gobierno-corporativo/>; última consulta 8/12/2022)

<sup>5</sup> Como precisa el Informe Aldama, “las exigencias derivadas del deber de diligencia -obtención de información, dedicación, participación en la formación colegiada del criterio- no deberían eliminar el ámbito de discrecionalidad o competencia técnica de las decisiones empresariales propias de la administración de la sociedad”

Es una presunción jurídica orientada a evitar el sometimiento de las decisiones de los administradores a los tribunales, en aras de garantizar la autonomía, lealtad y profesionalismo que se presume de éstos. Cada accionista podrá, a la hora de reelegir el administrador, mostrar su desacuerdo no volviéndole a votar, pero se mantendrá como fuero interno de la corporación, alejando a los jueces de la cuestión.

## 2.2 FUNDAMENTO Y RAZÓN DE SER

Las sociedades y, por ende, sus administradores, están en constante movimiento, siempre sujetas a cambios de gran calado aupados por la tecnología, la regulación, el activismo empresarial o sus propios competidores. En este contexto, la BJR otorga a los administradores una presunción de diligencia fundamentada en cuatro pilares: alentar la asunción de riesgos, evitar el sesgo retrospectivo, limitar la fiscalización de las decisiones empresariales y la inexistencia de *lex artis*<sup>6</sup>.

En primer lugar, alentar la asunción de riesgos, pues no se debe aupar a los imprudentes, pero sí a los audaces. La innovación, la evolución y el dinamismo deben estar a la orden del día, y la toma de riesgos razonables es condición necesaria para que se den. La BJR está para aquellos administradores que toman riesgos de manera diligente y leal, dentro de una razonabilidad, y la propia naturaleza del derecho mercantil que exige la asunción de riesgos con el objetivo de satisfacer el interés social<sup>7</sup>.

En segundo lugar, evitar el sesgo retrospectivo (*hindsight bias*). El tribunal debe valorar cómo se ha tomado la decisión, no la decisión en sí. Está fuera de dudas la dificultad que conlleva que un juez se sitúe en las circunstancias del administrador en el momento de adoptar la decisión, sin sufrir un sesgo que altere su enjuiciamiento una vez sabido el desenlace, evidentemente, perjudicial. Es complicado sustraerse de la tentación de concluir que el origen de unos daños *ex-post* no está en unas decisiones negligentes tomadas *ex-ante*. Es decir, una decisión empresarial puede parecer evidentemente errónea *a posteriori*, pero probablemente no lo fuera tanto cuando se adoptó, y ese es el momento

---

<sup>6</sup> La *lex artis* es un término utilizado para referirse al conjunto de conocimientos, técnicas y procedimientos que se consideran adecuados y necesarios para llevar a cabo una práctica con profesionalismo y diligencia.

<sup>7</sup> Sentencia de la Audiencia Provincial de A Coruña (sección 4ª) 124/2006, de 22 de febrero: “la administración de una sociedad mercantil implica necesariamente la adopción de determinadas decisiones, que pueden producir un menoscabo al patrimonio social, las cuales, por sí mismas consideradas, no son fuente generadora de responsabilidad. No nos podemos sustraer a la máxima de experiencia de que las decisiones empresariales tienen un componente imprevisible de riesgo”.

que importa<sup>8</sup>. Por tanto, cabe que de una actividad de administración diligente resulten daños al patrimonio social. Incluso puede que ocurra lo contrario: que una administración negligente no cause perjuicio al patrimonio social<sup>9</sup>.

En tercer lugar, limitar la fiscalización de las decisiones empresariales. Mediante los requisitos del artículo 226 LSC, se evita que los jueces pasen a valorar el fondo del asunto, pues su único deber es determinar la antijuridicidad de la conducta del administrador. La intromisión judicial recurrente en temas internos de una sociedad debe limitarse lo máximo posible.

No se debe entender al tribunal como un órgano fiscalizador del desacierto económico de las decisiones tomadas por los administradores, ni tampoco como un órgano dictaminador de lo que haya de resultar conveniente para la sociedad en cada momento. La oportunidad empresarial de la decisión debe ser valorada por el órgano social, y no por el juez. La adopción de decisiones estratégicas corresponde al administrador, sean acertadas o no, sin que el examen de su acierto en el aspecto económico pueda ser fiscalizado por el sistema judicial. El alcance del control judicial se reduce a lo estrictamente formal, sin valorar los aspectos materiales internos de cada decisión.

Finalmente, en cuarto lugar, la inexistencia de *lex artis*. No existe una *lex artis* consolidada que sirva de referencia para juzgar estas decisiones empresariales. Además de no existir, no sería bueno que existiese pues las actuaciones estratégicas y de negocio de los administradores han de ser innovadoras, contribuyendo a la evolución del negocio y razonablemente arriesgadas<sup>10</sup>. Al no existir un cuerpo de normas, no se les puede exigir responsabilidad por el incumplimiento de unos parámetros de actuación inexistentes<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> Alfaro Águila-Real, J., “Artículo 226. Protección de la discrecionalidad empresarial”, en Juste Mencía, J. (coord.), “Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014). Sociedades no cotizadas”, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi, 2015.

<sup>9</sup> Llebot Majó, J. O., *Los deberes de los administradores de la Sociedad Anónima*, Estudios de Derecho Mercantil, Civitas, Madrid, 1996, pág. 76.

<sup>10</sup> Paz-Ares, C., “La responsabilidad de los administradores...” op. cit, p.4

<sup>11</sup> Serrano Cañas, J.M., “La incorporación de la Business Judgment Rule al Derecho español: el proyectado art. 226 de la Ley de Sociedades de Capital”, *Revista La Ley-Mercantil*, n. 6, 2014 (disponible en [https://revistas.laley.es/content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAO29B2AcSZYIj9tynt\\_SvVK1-B0oQiAYBMk2JBAEozBiM3mkuwdaUcjKasqgcplVmVdZhZAzO2dvPfee--999577733ujudTif33\\_8\\_XGZkAWz2zkrayZ4hgKrIH9-fB8\\_IorZ7L0nb3bo2du9d7B\\_8Asv87opquVnP1lc5Ms2x9\\_F-fXTavrmePv\\_dp6VTf4LF1nb5vVnz59\\_kddT\\_ev3yq8\\_e3X6k2ev3xz\\_wnxSVW8DsL-gvt\\_AM-ES9hvAAAAWKE](https://revistas.laley.es/content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAO29B2AcSZYIj9tynt_SvVK1-B0oQiAYBMk2JBAEozBiM3mkuwdaUcjKasqgcplVmVdZhZAzO2dvPfee--999577733ujudTif33_8_XGZkAWz2zkrayZ4hgKrIH9-fB8_IorZ7L0nb3bo2du9d7B_8Asv87opquVnP1lc5Ms2x9_F-fXTavrmePv_dp6VTf4LF1nb5vVnz59_kddT_ev3yq8_e3X6k2ev3xz_wnxSVW8DsL-gvt_AM-ES9hvAAAAWKE); última consulta 16/12/2022)

El juez no puede entrar a fiscalizar los criterios de conveniencia y oportunidad seguidos por el administrador, pues semejante intromisión judicial en el ámbito de la iniciativa empresarial no estaría en absoluto justificada, en tanto que los jueces no están empresarialmente preparados, y no disponen una código que les sirva de referencia.

El fin último de la *business judgement rule* lo resume, a la perfección, Díaz Ruiz: “La finalidad de la regla es reducir la aversión al riesgo de los administradores sociales y proporcionar seguridad jurídica al generar certidumbre en su actuación y las consecuencias de la misma”<sup>12</sup>.

Esta seguridad jurídica que brinda la BJR, de la que habla Díaz Ruiz, se proyecta en tres esferas: la de los administradores, la de los tribunales, y la de la propia sociedad y sus socios.

Respecto de los administradores, esta regla garantiza que sus decisiones que cumplan con las exigencias de la regla, con independencia del resultado, no serán revisadas por los tribunales.

Respecto de los tribunales, se consigue apartar el examen del fondo del asunto, evitando el mencionado sesgo retrospectivo y reduciéndose el análisis al cumplimiento de las exigencias del artículo 226 LSC.

Por último, respecto de la sociedad y sus socios, esta regla garantiza a los socios que los administradores tomarán sus decisiones guiándose por el interés social y que, además, las tomarán sin miedo a eventuales represalias judiciales, por lo que la evolución no se verá obstaculizada. Además, según los analistas económicos del derecho, el endurecimiento de la política jurídica de control y responsabilidad de los administradores puede causar reacciones indeseadas para el interés general, ya que comenzarían a seleccionar proyectos de inversión de bajo riesgo y cortas expectativas de beneficios<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Díaz Ruiz, E., *La disponibilidad, de lege data, del deber de diligencia de los administradores*, Editorial Aranzadi Pamplona, 2017, p.1040

<sup>13</sup> Llebos Majó, J. O., *Los deberes...*, op. cit., págs. 75-76.

## 2.3 ARTÍCULO 226 LSC

### 2.3.1 Contenido

***“Artículo 226. Protección de la discrecionalidad empresarial.***

*1. En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado.*

*2. No se entenderán incluidas dentro del ámbito de discrecionalidad empresarial aquellas decisiones que afecten personalmente a otros administradores y personas vinculadas y, en particular, aquellas que tengan por objeto autorizar las operaciones previstas en el artículo 230”.*

### 2.3.2 Ámbito de aplicación

La regla de protección de la discrecionalidad no es aplicable a todo tipo de decisión que el administrador tome, sino solo a aquellas adoptadas *“en el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad empresarial”*.

Con decisiones estratégicas y de negocio, cabe cuestionarse a qué se refiere el legislador. En primer lugar, decisiones: incluyen tanto, las de actuar (acciones) como las de no hacerlo (omisiones) siempre que éstas últimas sean fruto de una opción, optando por la omisión conscientemente, y no debidas a la pasividad del órgano de administración<sup>14</sup>. En segundo lugar, con “estratégicas y de negocio” la LSC se refiere a un concepto no determinado con claridad, aunque es evidente que las decisiones

---

<sup>14</sup> Vives Ruiz, F., op. cit.

encaminadas a buscar la fusión o la adquisición de otra empresa, sí se incluyen en este ámbito.

Sin embargo, se puede concluir que lo diferencial es el segundo inciso: “*sujetas a la discrecionalidad empresarial*”. Con esto, como acertadamente destaca Paz-Ares, se excluyen aquellas que tienen carácter obligatorio<sup>15</sup> (sea por acuerdo de la junta, o porque lo establezcan la ley y/o estatutos), y también aquellas donde el administrador no disponga de alternativas, pues la discrecionalidad implica, necesariamente, la elección entre varias posibilidades.

Por último, la norma (art. 226.2 LSC) plantea una delimitación negativa, refiriéndose el último inciso, “*operaciones previstas en el artículo 230*”, a la dispensa de los deberes de lealtad. En aplicación del precepto, se excluyen de su aplicación los acuerdos relativos a nombramientos, remuneraciones y aprobación de contratos de administradores (no así de directivos dependientes del órgano de administración). A su vez, también son excluidas todas aquellas decisiones en que los administradores se encuentren en una situación de conflicto de intereses y ello, no solo respecto del administrador afectado por el conflicto (el perceptor de la retribución o el firmante del contrato) sino, también, de los administradores desinteresados que adopten la decisión.

Un ejemplo de inaplicación de la BJR por la existencia de un conflicto de interés en el administrador es el objeto de la Sentencia de 12 de junio de 2020 de la Sección 28.<sup>a</sup> de la Audiencia Provincial de Madrid. En este caso, las transacciones litigiosas realizadas por los administradores habían sido en favor de dos sociedades que, casualmente, eran de su exclusiva titularidad. Por ello, aplicándose la exclusión del 226.2, la BJR y su espacio de inmunidad dejan de garantizar la protección en favor del administrador. Es importante destacar que la aparición del conflicto de interés no significa que los administradores demandados hayan de ser condenados, sino que, simplemente, no gozarán del puerto seguro.

Esta exclusión, concretamente la que se refiere a las decisiones en las que el administrador se encuentre en conflicto de intereses, es muy importante en el tema que ocupa a este trabajo. Se tratará más adelante.

---

<sup>15</sup> Paz-Ares, C, “La responsabilidad de los administradores...”, op.cit., p. 30.



A mi juicio, existen numerosas actuaciones de los administradores dentro de un proceso de compraventa que se encuentran dentro de este ámbito de aplicación. Por ejemplo, si se considera la decisión de adoptar una medida defensiva ante una adquisición hostil (muy común, como se verá), se cumplen todos los requisitos. Es, indudablemente, una decisión, además de tener un carácter estratégico inequívoco. Adicionalmente, está sujeta a una discrecionalidad, pues el administrador tiene la opción de fomentarla o no, ya que tomar una posición neutral es una alternativa perfectamente válida y, en la mayoría de las ocasiones, la correcta.

### 2.3.3 Presupuestos

No siempre las decisiones estratégicas y de negocio sujetas a discrecionalidad van a estar cubiertas por la BJR, sino que además se requerirán un total de cuatro presupuestos, que *“el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado”*<sup>16</sup>.

Primero, actuación de buena fe. Este presupuesto justifica su lugar en la LSC, pues integra los deberes de diligencia y lealtad.

Segundo, ausencia de interés personal. No puede buscarse una operación societaria, como las que aquí tratamos, por interés propio. Únicamente se debe velar por el interés de la sociedad, con actuaciones totalmente desinteresadas e independientes. Más adelante profundizaré en esta cuestión, pues no queda clara la delimitación entre este requisito, la mención negativa del artículo 226.2 LSC, y la obligación básica derivada del deber de lealtad de evitar el conflicto de intereses. Por otro lado, el debate sobre qué es, concretamente, el interés social no ha cesado, surgiendo distintas tesis como la contractualista o la institucionalista, que se verán *infra*.

Estos dos primeros requisitos están directamente relacionados, pues el administrador debe actuar en la creencia de que actúa en el mejor interés de la sociedad (buena fe), a la par que no debe tener ningún interés personal en el asunto (si el interés es de otro administrador o de una persona vinculada, entraría la exclusión del artículo 226.2). El requisito de la buena fe se debe entender en sentido subjetivo, con el límite de las

---

<sup>16</sup> Guerra, A., “La “business judgement rule”, un balón de oxígeno para el riesgo en las decisiones estratégicas”, *Garrigues Comunica*, 2018 (disponible en [https://www.garrigues.com/es\\_ES/noticia/la-business-judgement-rule-un-balon-de-oxigeno-para-el-riesgo-en-las-decisiones-estrategicas](https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/la-business-judgement-rule-un-balon-de-oxigeno-para-el-riesgo-en-las-decisiones-estrategicas); última consulta 15/12/2022)

decisiones disparatadas en la valoración de riesgos, que son injustificables desde la buena fe, aunque se busque el interés de la compañía. Y, por otro lado, si hay interés personal del administrador, ya sea propio, o de una persona vinculada, lo que se produce es una infracción del deber de lealtad y no cabe, por ello, la invocación de la *business judgement rule*, propia del deber de diligencia.

Tercero, contar con información suficiente. Los administradores deben hacer todo lo que esté en su mano para estar lo suficientemente informados. No hay lugar para cualquier tipo de pasividad en la búsqueda de información, algo de especial importancia en M&A, pues la mayoría de las veces estas operaciones suceden por cuestiones cuantitativas con fundamento en unas sinergias meticulosamente calculadas. Por ello, no tomar una actitud proactiva en la búsqueda de información porque pueda poner en duda la viabilidad de la operación, quebrantaría, sin lugar a duda, este requisito. Lo que se debe valorar en esta condición es el esfuerzo por informarse y crear su juicio. Tribunales estadounidenses, a la hora de ponderar su cumplimiento, han tenido en cuenta aspectos como acudir a expertos independientes, la creación de un comité especial para tratar cierto asunto, la experiencia y el conocimiento previo del administrador o el tiempo tomado para analizar las alternativas y decidir. Administradores dentro del proceso de M&A suelen protegerse legalmente mediante dictámenes e informes realizados por terceros como, por ejemplo, bancos de inversión.

Cuarto, actuar conforme a un procedimiento de decisión adecuado. Los administradores deben seguir el procedimiento establecido en su caso para cada decisión, ya sea en los estatutos o en cualquier otro cuerpo vinculante. Adicionalmente, se deberá probar que es un procedimiento (en términos de estudio, información y debate) materialmente correcto. En el caso de fusiones y adquisiciones, el seguimiento del procedimiento es de vital importancia.

Sin embargo, a la vista de estos cuatro requisitos, surge la duda de si es necesario que concurran todos, y qué implica su cumplimiento. Es relevante, para esta cuestión, la mencionada Sentencia de 12 de junio de 2020 de la Sección 28.<sup>a</sup> de la Audiencia Provincial de Madrid, que establece que, acreditados los presupuestos, no cabe cuestionar la diligencia del administrador: “*Concurriendo, pues, los cuatro elementos que acabamos de examinar, entendemos que el examen judicial concerniente a la diligencia debería detenerse ahí*”. La Audiencia va más allá, sosteniendo que, aunque no se acreditaran la

conurrencia de los cuatro presupuestos, no equivaldría automáticamente a concluir una conducta negligente del administrador, sino que éste tendría la posibilidad de acreditar lo contrario, con la dificultad que ello implica. Águila-Real (2015) está muy acertado al decir que el único caso imaginable en el que no habría responsabilidad sería aquel en el que el daño se habría producido de la misma manera, pese a haberse tenido la información adecuada y haber sido adoptada de acorde a un correcto procedimiento.

#### **2.3.4 Distinción entre el conflicto de interés del artículo 226 y el deber de lealtad**

El punto de partida son los deberes fiduciarios generales enunciados en la LSC. En el artículo 225.1, se formula el deber de diligencia “los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario”, y en el artículo 227.1 se formula el deber de lealtad “los administradores deben desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad”. Entre estas dos normas se inserta la protección de la discrecionalidad empresarial.

Sin embargo, la *business judgement rule* está conectada, *a priori*, con el deber de diligencia. No parece estarlo con el deber de lealtad, como claramente se deduce del “sin interés personal” del artículo 226.1 y de la exclusión del 226.2, pero sí que hay quien considera que tiene aplicación en el deber de lealtad, apoyados por alguna resolución judicial que incluye consideraciones relativas a la BJR cuando se examina, desde la perspectiva del deber de lealtad, el comportamiento del administrador.

Lo que, a mi parecer, delimita la regla de la discrecionalidad empresarial del deber de lealtad, es el conflicto de interés. Es decir, un administrador puede gozar del espacio de inmunidad que le garantiza el artículo 226 para ciertas decisiones, pero en cuanto se pruebe la existencia de interés personal (o cualquier otro distinto del social), pasaría a revisarse desde la lupa del estándar propio de las deslealtades. Esto, sin embargo, no ocurre cuando el presupuesto que no se cumple es el de información suficiente o el de procedimiento adecuado.

Mi opinión se ve fundamentada por la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de diciembre de 2021, en la que se rechaza la aplicación de la *business judgement rule* porque las transacciones llevadas a cabo por los administradores, objeto de litigio, habían sido en favor de compañías propiedad de familiares directos éstos, “*sin que pueda operar en su descargo el principio de discrecionalidad empresarial del*

*artículo 226-1 de la Ley de Sociedades de Capital, al haberlos ejecutado en interés propio y en detrimento de la sociedad que administraban, todo ello sin respetar sus deberes de lealtad legalmente exigibles”.*

Cabe concluir, en la línea de lo comentado antes, que la existencia del artículo 226.2 LSC se justifica por esto mismo, para sacar del ámbito de la BJR aquellas decisiones que deben subsumirse en el deber de lealtad, como son las que afecten personalmente a otros administradores y demás personas vinculadas. A pesar de ello, considero necesario un espacio para la discrecionalidad empresarial dentro de la esfera del deber de lealtad, aunque hay que admitir que deberá ser más reducido, incluso excepcional.

#### 2.4 DISTRIBUCIÓN DE LA CARGA DE LA PRUEBA

Tal y como está regulada la discrecionalidad empresarial, por la cual se establece una presunción en favor del administrador diligente, siempre y cuando se cumplan los presupuestos mencionados *supra*, parece indicar que el actor que desee ejercitar la acción de responsabilidad deberá probar la existencia de dicho comportamiento negligente, la existencia de un daño, y el nexo causal entre el primero y el último, lo que supone una tarea de lo más compleja, normalmente abocada al fracaso.

Sin embargo, la lectura del artículo 236.1 LSC puede cambiar esta concepción, al versar:

*“Los administradores responderán frente a la sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores sociales, del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa.*

*La culpabilidad se presumirá, salvo prueba en contrario, cuando el acto sea contrario a la ley o a los estatutos sociales”.*

Es decir, se produce una inversión de la carga de la prueba, una presunción de culpabilidad de los administradores cuando estos hayan actuado de manera contraria a la ley o a los estatutos sociales. Esto implica que el actor que demande responsabilidad

únicamente deberá probar el daño y el comportamiento antijurídico o antiestuatuario, quedando eximidos de probar lo realmente problemático: la existencia de culpa o dolo. En estos casos caerá sobre el administrador la responsabilidad de probar que su actuación no merece el reproche legal de culposa o dolosa, pese a ser contraria a las disposiciones imperativas dispuestas en la ley y en los estatutos<sup>17</sup>.

Por último, cabe plantearse si esta inversión de la carga de la prueba es aplicable a aquellas decisiones empresariales en las que no concurren los presupuestos del artículo 226 LSC. *A priori*, se puede reprochar que la presunción de culpabilidad se da solo para las decisiones contrarias a la ley y/o estatutos, y no para las decisiones contrarias al deber de diligencia. Sin embargo, sí que existen ciertas decisiones que son comunes a ambos espacios, como muy bien señala Serrano Cañas. Por ejemplo, una decisión que no respeta el procedimiento establecido en los estatutos sociales alcanza ambas esferas, al igual que una decisión tomada en una situación de conflicto de intereses, pues vulnera una obligación básica derivada del deber de lealtad, presente en el artículo 228.c) LSC. Lo mismo se puede decir sobre las resoluciones tomadas de mala fe, contrarias a los artículos 6.3 y 7.2 del Código Civil (en adelante, CC).

Así mismo, es importante destacar que, una interpretación extensiva como la que plantea Serrano Cañas puede servir como contrapeso a la inmunidad derivada de la BJR, e incentivaría, de manera sana y razonable, el ejercicio de acciones de responsabilidad contra los gestores. Esto es un aspecto positivo pues la realidad muestra que ni acreedores, ni accionistas se muestran proclives al ejercicio de la acción social, especialmente en las sociedades cotizadas donde el ejercicio de la acción queda en manos de la junta general.

### **III. LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES**

#### **3.1. CONCEPTO**

La unión de dos empresas, dando lugar a otra de mayor tamaño (fusión), y la compra de una empresa por parte de otra (adquisición), son las operaciones más habituales para ganar competitividad y dimensión.

Durante los últimos años se ha visto un auge inaudito en este tipo de operaciones, llegando, en 2021, a superar las 62.000 operaciones y un valor que alcanzó los 5,1 billones

---

<sup>17</sup> Serrano Cañas, J.M., “La incorporación...”, op.cit.

de dólares en el mundo<sup>18</sup>. Este crecimiento encuentra su explicación en el contexto de bonanza económica y evolución positiva de los mercados financieros, que aumentaba el valor de las empresas a la par que su capacidad de endeudamiento, además de disponer de un entorno de bajos tipos de interés y enorme de liquidez.

Como se ve, la actividad de las fusiones y adquisiciones es altamente dependiente del contexto sectorial y macroeconómico del momento. Históricamente se ha observado cómo el aumento en el número de operaciones suele ocurrir en etapas de expansión económica. A su vez, el M&A está positivamente influenciado por fenómenos como la globalización, el desarrollo tecnológico y decisiones políticas legislativas que han creado áreas de libre comercio.

Es más, en España se da una situación peculiar en la que, debido al gran número de empresas creadas entre los años 50 y 60, después de la guerra civil, muchos empresarios se acercan a la jubilación, lo que conlleva la búsqueda de compradores que estén interesados en adquirir su empresa. Por ello, se espera una gran actividad nacional en el mercado de las fusiones y adquisiciones durante los próximos años.

Son varias las razones que, a ojos de los inversores, argumentan estos movimientos de tanta importancia. Principalmente se realizan por unas sinergias que podemos clasificar entre productivas y financieras.

Sinergias productivas son, por ejemplo, la reducción de costes que se logra con las economías de escala, con una gestión más eficiente y con el aumento en el poder de negociación (*bargaining power*<sup>19</sup>). También se dan mejoras en los ingresos, con beneficios estratégicos y con la obtención de la venta cruzada, aumentando así el poder de mercado de la empresa y alcanzando una posición dominante (por ello, en numerosas ocasiones se exige la aprobación de instituciones de competencia: la Comisión Europea en la Unión Europea y la Comisión Nacional de Mercados y Competencia en España). En cambio, las sinergias financieras se refieren, por ejemplo, a los beneficios fiscales que pueden disfrutar, o a la mayor capacidad de apalancamiento de deuda gracias a unos flujos

---

<sup>18</sup> Bergaz, J., “Las fusiones y adquisiciones marcan cifra récord en 2021 tras crecer un 21%”, *El Confidencial*, 14 de febrero de 2022: (disponible en [https://www.elconfidencial.com/empresas/2022-02-14/las-fusiones-y-adquisiciones-marcan-cifra-record-en-2021-tras-crecer-un-21\\_3375584/](https://www.elconfidencial.com/empresas/2022-02-14/las-fusiones-y-adquisiciones-marcan-cifra-record-en-2021-tras-crecer-un-21_3375584/) ; última consulta 11/03/2023).

<sup>19</sup> Cuanto mayor es el poder de negociación de una parte, más probable es que obtenga mejores condiciones o resultados en la negociación. Depende de varios factores siendo uno, sino el principal, el tamaño de la empresa.

de caja más estables. En esta línea, otra sinergia financiera suele ser el menor coste de capital, pues el coste de emisión suele estar vinculado a la economía de escala.

Estas son, *a priori*, algunas de las razones que argumentan una transacción de M&A. Sin embargo, el éxito o fracaso de la operación está muy ligado a la correcta estructuración de la oportunidad, considerando factores como las restricciones legales, el entorno macroeconómico o los riesgos operacionales. Es crucial que se realice una valoración objetiva de la empresa objetivo (o *target*), para lo que se suele recurrir a profesionales, y que se tengan en cuenta aspectos como la cultura (forma de vestir, horarios, facilidad de promoción) de ambas empresas, pues pueden complicar la integración.

En muchas ocasiones, el fracaso de una operación como esta viene ensalzado por una serie de actitudes previas. Estas actitudes, muchas propias de los administradores, suelen ser una insuficiente investigación de la empresa *target*, un entendimiento pobre del negocio de la empresa, o porque el móvil de la operación no era alcanzar sinergias, sino imitar a otras empresas, aprovechar el efectivo de la adquirida, tratar de no quedarse atrás o, perseguir intereses personales.

### 3.2. LA ADQUISICIÓN HOSTIL

Es conveniente señalar, por su importancia en el tema que ocupa a este trabajo, que las fusiones y adquisiciones no siempre ocurren de manera “amigable”, sino que muchas veces se producen de manera hostil. Reciben este nombre las operaciones de adquisición no cuentan con el visto bueno de los administradores de la empresa *target*, por lo que la negociación suele ocurrir entre los gestores de la empresa compradora y los accionistas de la empresa objetivo, “puenteando” a los administradores de esta última. En concreto, cuando se trata de una Oferta Pública de Adquisición (en adelante, OPA), los administradores de la *target* quedan sujetos al deber de pasividad, consagrado en el artículo 14 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Cabe añadir que, aunque para referirse a este tipo de operaciones sean comunes palabras como “atacante”, “batalla” o “agresor”, en absoluto se refieren a un carácter violento, sino que reciben estos apodos por el hecho de que la compra de la empresa pretende hacerse sin el apoyo de sus actuales directivos.

En las adquisiciones hostiles, principalmente porque el papel de los administradores de la *target* se ve reducido, es muy común ver tácticas de defensa ante los intentos de adquisición no deseada que se dirigen a reducir el valor que, para el agresor, tiene la compañía objetivo. Normalmente, las características que aumentan el valor de las compañías son un bajo nivel de apalancamiento, unos flujos de caja altos y estables o un bajo ratio *price-to-book value* (precio-valor contable de las acciones), por lo que las medidas tratan de alterar los factores mencionados para reducir los incentivos financieros que hacen atractiva la operación para el comprador.

En concreto, las medidas de protección se clasifican en medidas preventivas, que son las adoptadas anticipadamente para fortalecer la posición de la compañía ante una eventual OPA, y defensivas, que son las adoptadas tras el lanzamiento de la OPA hostil<sup>20</sup>.

Sin entrar en excesivo detalle, pues tampoco ocupa, entre las medidas preventivas están las *poison pills*, que son derechos especiales concedidos a algunos accionistas que les permiten obtener nuevas acciones sin coste o con un gran descuento, perdiendo así valor propias las acciones de la compañía, al diluirse más el capital social. También pueden darse de manera anticipada modificaciones estatutarias para dificultar la toma de control por un tercero, o la creación de acciones privilegiadas que exijan su voto a favor para determinadas transacciones.

Entre las medidas defensivas, están la búsqueda de un adquirente amistoso (*white knight*)- que realice una oferta competidora-, la transferencia de activos esenciales a favor de un tercero (*asset lockups*)- sujeta a la condición suspensiva de que se produzca una adquisición hostil-, el aumento en el endeudamiento de la empresa- perdiendo atractivo financiero-, o la recompra de acciones- elevando el precio por encima del ofrecido de tal manera que los accionistas no se vean incentivados a aceptar la oferta-. Otro tipo de medida defensiva, si bien va en contra del deber de pasividad mencionado *supra*, es la persuasión llevada a cabo por el consejo de administración con intención de convencer a los accionistas de la inconveniencia de aceptar la adquisición.

### 3.3. ASPECTOS LEGALES DEL M&A

El artículo 22 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales, (en adelante, LME) define una fusión como la operación por la que dos o más sociedades

---

<sup>20</sup> Payet, J., OPAs hostiles y medidas de protección, *Ius et Veritas*, núm. 23, 2001, pp. 6-9.



mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que puede ser de nueva creación o una de las sociedades participantes en la fusión.

El artículo 23 de la LME contempla dos clases de fusión:

- Por un lado, la fusión por creación de nueva sociedad. Implica la extinción de todas las sociedades que se fusionan y la transmisión en bloque de sus respectivos patrimonios sociales a la nueva entidad que adquirirá, por sucesión universal, todos los derechos y obligaciones de aquellas.
- Por otro lado, la fusión por absorción. Supone la disolución sin liquidación de una o más sociedades y la transmisión, por sucesión universal, de sus patrimonios a otra preexistente. En esta clase se deben introducir las adquisiciones de empresas, que ocurren cuando una de ellas compra parte del capital social de otra empresa, con la intención de controlarla de forma total o parcial, lo que, consecuentemente, dará paso a distintos niveles de control.

Si bien de aquí en adelante se mencionarán como dos operaciones distintas, “fusión y adquisición”, es relevante destacar que la adquisición es, realmente, una fusión por absorción.

### 3.4. EFECTOS DE LA COMPRAVENTA DE EMPRESAS

Cuando se produce una fusión o adquisición, se producen ciertos efectos como la unificación societaria. La composición societaria, económica y legal pasa a ser únicamente una sociedad.

A su vez, como versa el artículo 33 LME “*implicará (...) la transmisión en bloque de los respectivos patrimonios sociales a la nueva entidad, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de aquéllas*”. Es decir, se produce una transmisión en bloque y a título universal. Se lleva a cabo un acto cuyo efecto es el traslado total del patrimonio de la sociedad absorbida, a la par que la sociedad se extingue. Joaquín Garrigues indicaba que este principio de sucesión universal ayuda eficazmente al traslado patrimonial, pues permite que se realice en un solo acto. Si este principio no se aceptara, se debería descomponer la sociedad extinguida en negocios jurídicos singulares e idóneos para la transmisión, complicando mucho la práctica de la fusión. Con la sucesión

universal no hay que realizar tantos contratos de cesión, ni notificar cambios de titularidad de acreedor a deudor<sup>21</sup>.

También se produce una extinción de las sociedades incorporadas a la absorbente y, en caso de tratarse de una sociedad anónima, surge la vinculación de los nuevos accionistas.

### 3.5. ROL DE LOS ADMINISTRADORES EN EL PROCESO

La importancia de los administradores en los procesos de M&A es incuestionable. Están presentes a lo largo de todo el proceso, con funciones de diversa índole como las siguientes:

- Identificación de oportunidades: son responsables de identificar oportunidades para adquirir o fusionar empresas que puedan mejorar la posición de la empresa en el mercado.
- Análisis de la viabilidad: si bien cuentan con ayuda, tanto externa como interna, los administradores deben analizar la viabilidad financiera de la transacción y evaluar si la operación es compatible con la estrategia empresarial y los objetivos de la compañía.
- Evaluación de la empresa objetivo: deben adentrarse a fondo en la empresa objetivo, estudiando su situación financiera, estructura de capital, activos y pasivos, con intención de reducir al máximo las posibilidades de sorpresas ingratas una vez finalizada la transacción.
- Negociación de los términos: esta es, sin lugar a duda, una de las funciones con mayor relevancia. Deben negociar los términos y condiciones de la transacción, incluyendo el precio de compra, la estructura de financiación y cualquier otra condición que afecte la operación. En el desempeño de esta función, deben dejar rastro de todas sus actuaciones, para evitar acciones de responsabilidad posteriores en caso, por ejemplo, de no haber escogido la oferta más alta.
- Obtención de aprobaciones: necesitarán, por un lado, la aprobación de la Junta General, como establece el artículo 194 LSC para la sociedad anónima y el 199.2 para la Sociedad de Responsabilidad Limitada. Por otro lado, cuando la operación pueda suponer una amenaza para la libre competencia del mercado, se requerirán las autorizaciones de instituciones como la Comisión Europea o la Comisión

---

<sup>21</sup> Garrigues, J., *Curso de Derecho Mercantil*. Bogotá, 1987.

Nacional de los Mercados y la Competencia, como establecen, respectivamente, el artículo 105 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y los artículos 10 y siguientes de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

- Integración post-adquisición: después de producirse la transacción suele llegar la parte más completa, que es integrar ambas sociedades. Los administradores deben asegurarse de esta integración sea exitosa, coordinando la fusión de los sistemas, procesos y personal.

Adquirir una empresa es un movimiento estratégico de gran tamaño, por lo que el proceso seguido para elegir la empresa debe estar perfectamente pautado, de la misma manera que los criterios de selección que determinen qué empresa se debe comprar. Mascareñas apuntaba unos consejos para estos criterios: *“1. Los criterios para la aceptación de los candidatos deberán ser claros. 2. Revisar todas las empresas que entren dentro de los criterios. 3. Tendrán prioridad las empresas que cumplan los criterios básicos. 4. Confeccionar una lista con pocas compañías que acerquen al ideal buscado”*<sup>22</sup>.

Los administradores son los encargados de redactar y suscribir un documento de gran importancia en la operación: el Proyecto Común de Fusión. Este viene regulado en la Sección Segunda de la Ley de Modificaciones Estructurales y debe contener, al menos, menciones como:

- La denominación, tipo social y el domicilio de las fusionadas, o de la resultante de la fusión.
- El tipo de canje o la compensación complementaria en dinero que se hubiera previsto.
- La incidencia que la fusión vaya a tener sobre aportaciones de los socios o sobre las prestaciones accesorias
- La información sobre la valoración del activo y pasivo de cada sociedad transmitida. De especial importancia este punto para luego exigir responsabilidades.

Además de estas, y muchas otras menciones requeridas por el artículo 31, los administradores de las sociedades que participan en la fusión deben elaborar un informe que explique y justifique el Proyecto Común de Fusión en sus aspectos económicos y

---

<sup>22</sup> Mascareñas, J., *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Quinta edición, Madrid, 2011, p. 91.

jurídicos, como versa el artículo 33. En concreto, deberán hacer hincapié en el tipo de canje, y en las dificultades de valoración a las que se hayan enfrentado. Finalmente, deberán detallar las implicaciones de la fusión para los distintos grupos de interés como socios, acreedores o trabajadores. Este documento es un escenario idóneo para posteriormente enjuiciar el cumplimiento del deber de diligencia en el proceso de M&A, pues ahí aparecen muchas de las razones que argumentan la operación.

#### **IV. LA DISCRECIONALIDAD EMPRESARIAL EN M&A**

##### **4.1 RELEVANCIA HISTÓRICA**

###### **4.1.1 Cuestiones iniciales**

Tradicionalmente, el criterio de revisión de la conducta de los administradores, cuando no suponía vulneración del deber de lealtad, estaba presidido por la aplicación de la BJR, por la cual las decisiones de los administradores no se revisarían por los tribunales a menos que se demostrase una vulneración grave del deber de diligencia, es decir, una actuación “gravemente negligente”.

Sin embargo, por los años 80<sup>23</sup>, se produjo un auge de las fusiones y adquisiciones que hizo visible rápidamente la cantidad de intereses personales que estas operaciones involucraban para los administradores, y como en ocasiones dejaban al lado los intereses corporativos con tal de ganar poder, influencia, sueldo, y mantenerse en el puesto. Por ello, se vio como estas situaciones suponían una segunda derivada de los ya conocidos conflictos de agencia. La cuestión era discernir qué interés guiaba la actuación del administrador, si el societario o el personal.

Así las cosas, las fusiones y adquisiciones empezaron a ser tenidas en cuenta como medios de control externos de los administradores<sup>24</sup> y nació en Estados Unidos una nueva tendencia en el criterio de revisión de la BJR que pretendía ajustarse a esta nueva realidad de compraventa de empresas, pues mantener los criterios anteriores era, sin discusión, insuficiente.

---

<sup>23</sup> Guerrero Trevijano, C., “La Business Judgment Rule en los Procesos de M&A”, Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho (disponible en [https://eprints.ucm.es/11914/1/E-PRINT\\_La\\_BJR\\_en\\_los\\_procesos\\_de\\_MA2.pdf](https://eprints.ucm.es/11914/1/E-PRINT_La_BJR_en_los_procesos_de_MA2.pdf) ; última consulta 06/02/2023)

<sup>24</sup> Guerra Martín, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses: su influencia en el movimiento de reforma del derecho europeo*, Aranzadi, 2003, p.142 y ss.

Asimismo, vista la importancia de los administradores en estos procesos, surgió una duplicidad con el deber de información, el de “informarse para informar” posteriormente a los accionistas. Por ende, a mi juicio, los tribunales tenían una labor complicada por resolver: la de mantener invariables los fundamentos de la BJR, fomentando así el emprendimiento y las decisiones con riesgo, pero a su vez pivotar la línea jurisprudencial para echar el freno a aquellas operaciones societarias que iban destinadas, no tanto a favorecer los intereses de los accionistas, sino a garantizar el atrincheramiento de los administradores en el cargo.

Es, por ello, este contexto de cambios en las circunstancias empresariales el que provoca una revisión en los estándares de diligencia de los administradores. Las fusiones y adquisiciones situaban a los administradores en una posición de conflicto de intereses frente a la cual, lógicamente, los socios reclamaban un mayor rigor en la revisión de la conducta desplegada y que, en alguna ocasión, tuvo como consecuencia la aplicación del criterio de revisión de *fairness* propio de las deslealtades.

#### **4.1.2 Dificultad en su aplicación**

El deber de diligencia es un deber genérico apoyado en un esquema conceptual abierto, que se precisa en base a criterios y patrones basados en la naturaleza de las cosas. Se trata de un concepto jurídico indeterminado que requiere su aplicación caso a caso, ya que en este tipo de conceptos se pueden distinguir tres áreas: una zona de certeza configurada con datos previos y seguros, una zona de incertidumbre relativamente imprecisa y, por último, una zona de certeza negativa, segura pues supone una exclusión. La dificultad reside en la aplicación dentro de la zona de incertidumbre<sup>25</sup>. Sin embargo, no existen grises en la labor judicial, ya que no admite más que una solución: o hay negligencia, o no la hay.

La carencia de un contenido determinado en el deber de diligencia supone un arma de doble filo: por un lado, puede ocurrir que una interpretación laxa impida sancionar a los administradores por daños derivados de conductas negligentes y, por otro lado, puede producirse un exceso de celo en el control de exigencia de la diligencia de los administradores, haciéndoles culpables en todo caso de los daños sufridos por la sociedad.

Todo lo mencionado evidencia la dificultad que encuentran los tribunales a la hora de fiscalizar el deber de diligencia, y es justo esto lo que provoca que en Estados Unidos

---

<sup>25</sup> Serrano Cañas, J.M., “La incorporación...”, op.cit.

surja la doctrina de la *business judgement rule*, con el objetivo de aportar seguridad jurídica no solo a los jueces en la aplicación, sino también a los administradores al dirigir.

### 4.1.3 Evolución en su aplicación

#### 4.1.3.1. La situación antes de 1985 y el punto de inflexión

Previamente a 1985, se había asumido que los administradores gozaban inmunidad frente a las acciones de responsabilidad por infracción del deber de diligencia, por lo que únicamente tendrían que hacer frente a aquellas derivadas del incumplimiento del deber de lealtad. Esto es así porque, al operar la BJR cuando se iniciaba una acción por infracción del deber de diligencia, la dificultad de probar recaía sobre el demandante complicando, tanto material como procesalmente, que el administrador tuviera que hacer frente a los daños. Además, la imputación de responsabilidad exigía negligencia grave desde 1972, con el caso *Penn Mart Realty Co. V. Becker*, y posteriormente este estándar fue confirmado y completado por *Aronson v. Lewis*<sup>26</sup>. Hasta aquí, sin todavía haberse materializado la BJR en un contexto de M&A, era laberíntico ejercitar una acción de responsabilidad si no aparecía otro tipo de infracción en las decisiones del administrador, como fraude o ilegalidad.

Estas complejidades se mantuvieron hasta la llegada del caso que supuso un punto de inflexión: *Smith v. Van Gorkom*. Este caso, conocido como *Trans Union*, se produce en un contexto de M&A en el que un inversor quiere hacerse con una empresa. *Trans Union* era una empresa cotizada en la bolsa de Nueva York con problemas financieros, causados por las políticas fiscales del momento, cuyo *CEO*, Van Gorkom, llevó a cabo unos estudios de viabilidad que mostraban la necesidad de que fuera adquirida mediante una compra apalancada (*leveraged buyout*<sup>27</sup>). Posteriormente, negoció un acuerdo para la adquisición de *Trans Union* y lo llevó al Consejo de Administración, donde simplemente presentó la oferta de adquisición, sin entregar la documentación adicional para que los miembros del consejo estudiaran la operación. Así las cosas, teniendo únicamente esa información como base, obtuvo las delegaciones de voto, procediéndose a la votación y aprobándose la absorción de *Trans Union*. Cuando el resto de las condiciones salieron a la luz, los accionistas emprendieron acciones de responsabilidad contra todos los

---

<sup>26</sup> Guerrero Trevijano, C., “La Business Judgment Rule...”, op. cit., p. 24.

<sup>27</sup> Un *leveraged buyout* (LBO) es un tipo de adquisición en la que una empresa o grupo de inversores utiliza dinero prestado para adquirir una participación mayoritaria en otra empresa. Los activos de la empresa adquirida suelen utilizarse como garantía de la deuda, lo que significa que la deuda está garantizada por los activos de la empresa adquirida.

consejeros, tanto por no haberse informado como mandan los estándares, como por no haber transmitido a los accionistas la totalidad de la información de la que disponían

Con la tendencia que se mencionaba *supra*, por la que se requería fraude o ilegalidad para declarar responsables a los administradores, nadie pensaba que fuera a ocurrir lo contrario. Y así fue. El Tribunal declaró culpables a los administradores, condenándoles a pagar indemnizaciones millonarias, por haber faltado a su deber de diligencia en la vertiente de la información, pues ni se informaron adecuadamente para firmar el acuerdo, ni tampoco para recomendar la absorción a los accionistas.

Hasta este caso, era impensable que un tribunal declarara a los administradores responsables por incumplimiento del deber de diligencia, pues la protección que les otorgaba la *business judgement rule* era amplísima. A partir de aquí, cuando se demostrara que no habían realizado correctamente la diligencia debida, o *due dilligence*, los administradores perderían el escudo que les otorga la BJR y se les aplicaría el estándar de *entire fairness review*, es decir, el estándar propio de revisión de las deslealtades, recayendo la carga de la prueba sobre la parte demandada.

Este mismo criterio, el *entire fiarness review* (en adelante, EFR), es el que se aplica en las operaciones de M&A en las que los administradores se encuentran en conflicto de intereses con la sociedad o sus accionistas, o en los casos en los que se benefician personalmente. Esto incluye tanto tomas de control, donde temen perder su puesto, como circunstancias donde pueden recibir beneficios personales por adquirir cualquier empresa, o por favorecer una oferta en concreto. En estos casos, demostrar el cumplimiento de los requisitos del deber de lealtad y de la BJR es más complejo, por lo que se invierte la carga de la prueba. En concreto, es este criterio del EFR el que se aplicaría si se diera el “interés personal en el asunto” del que habla el 226.1 LSC, o el interés de otros administradores o personas vinculadas del 226.2 LSC, que antes se mencionaban como la línea que tejía la diferencia entre la discrecionalidad empresarial y el deber de lealtad.

El análisis del estándar de *entire fairness* pasa por una doble vertiente: el proceso de adopción de la decisión (*fair dealing*), y el precio pagado o cobrado (*fair price*). Este estándar es significativamente más alto, lo que explica su uso exclusivo a las deslealtades, y no a los casos de negligencia.

#### 4.1.3.2. *La BJR en adquisiciones hostiles*

Durante la segunda década de los 80, las ofertas de adquisición hostiles aumentaron considerablemente, lo que puso de manifiesto la influencia que tenían los administradores a la hora de implementar medidas defensivas para impedir, o por lo menos dificultar, la adquisición de participaciones mayoritarias de las sociedades que éstos gestionaban con la intención de mantenerse en el cargo, lo que se conoce por la doctrina como “atrincheramiento” o *entrenchment*. En un principio, cuando estas medidas defensivas iban dirigidas a adquisiciones no deseadas para la sociedad, los jueces aplicaban la BJR. Cuando su popularidad aumentó y las medidas defensivas empezaron a ser dirigidas a ofertas y oferentes concretos, los tribunales se alertaron de la existencia de conflictos de interés y se plantearon dejar de hacer uso de la BJR.

En este escenario, llegó el caso *Unocal v Mesa*. Mesa era accionista de Unocal, con un 13% de las acciones, y lanzó una Oferta Pública de Adquisición para hacerse con un 38% adicional (adquiriendo la mayoría), y así poder, mediante una segunda operación, absorber a Unocal recibiendo los accionistas minoritarios bonos basura de la absorbente. Ante esta situación, los administradores de Unocal decidieron realizar una oferta de adquisición de acciones propias, evitando así que Mesa pudiera hacer realidad sus planes. A la vista de los hechos, el Tribunal de Delaware tenía que valorar si los administradores habían actuado de esta manera con el objetivo de atrincherarse en sus cargos ante la amenaza de Mesa o si, por lo contrario, habían actuado en beneficio de la sociedad defendiéndola de una inadecuada adquisición. Finalmente, determinó que los administradores habían actuado de manera correcta, sin interés personal en el asunto y que, efectivamente, la oferta de Mesa era coercitiva e inadecuada, que suponía una amenaza para los intereses de Unocal.

#### 4.1.3.3. *Las Revlon duties*

Para finalizar esta evolución histórica, comentar el caso Revlon, que tiene lugar a la par que comienzan a producirse auténticas batallas por el control ciertas empresas. Con estas batallas, los socios demandan a los tribunales nuevas exigencias en su actuación, en concreto, un deber de maximización del valor para los accionistas cuando las medidas defensivas no tuvieran sentido, por ser la vía de adquisición la mejor salida para la empresa. Consecuentemente, únicamente se admitían medidas de los administradores cuando estuvieran orientadas a maximizar el valor de los socios, por lo que, en caso



contrario, deberían adoptar una decisión pasiva ante las ofertas limitándose a informar y dar un trato igualitario a los oferentes.

En concreto, con el caso *Revlon v. MacAndrews*, surge un grado más exigente en el estándar de revisión de las decisiones de los administradores en las operaciones de M&A, conocido como las *Revlon duties*<sup>28</sup>. Estas, en la línea de lo comentado antes, materializan la obligación de los administradores de buscar el máximo beneficio para el socio en la venta de la empresa.

Los hechos sucedieron de la siguiente manera. *Revlon* recibió una OPA por parte de *Pranty Pride*, que no fue de agrado para los administradores de la primera, por lo que no se la recomendaron a sus accionistas y adoptaron la medida defensiva de la píldora venenosa (*poison pills*), a la vez que negociaron un acuerdo paralelo con *Forstmann Little & Co.*, que tenía el papel de caballero blanco (*white knight*<sup>29</sup>), con una serie de medidas como las cláusulas *no shop*, que conlleva la suspensión de cualquier otra negociación con otros potenciales compradores durando un tiempo determinado, y *lock up*, que supone reservar determinadas ramas de actividad de la empresa gratuitamente a “entidades amigas”, por lo que, el que finalmente sea el comprador de la empresa se arriesga a no poder disponer de estas ramas de actividad. Ante este escenario, *Pantry Ride* aumentó su oferta y la condicionó a la eliminación de la píldora venenosa y a la supresión de las cláusulas acordadas con *Forstmann Little*. Sin embargo, el Consejo de Administración terminó aceptando la oferta de *Forstmann Little*.

Ante todo esto, el Tribunal tenía dos cuestiones que resolver: en primer lugar, si los acuerdos firmados con *Forstmann*, de *no shop* y de *lock up*, eran legales a ojos de la legislación de Delaware, y, en segundo lugar, si los administradores de *Revlon* habían actuado en busca de la maximización de beneficio de sus accionistas. El Tribunal concluyó que las cláusulas acordadas habían ido en detrimento de los intereses de los accionistas, por lo que los administradores habían fallado en el correcto cumplimiento de sus deberes. Los administradores de *Revlon* debieron haber mantenido una posición neutral, tratando con total imparcialidad a *Pantry Ride* y a *Forstmann*.

---

<sup>28</sup> Guerrero Trevijano, C., “La Business Judgment Rule...”, op. cit., p. 27.

<sup>29</sup> El caballero blanco, dentro de un contexto de OPA hostil, es la empresa que acude de manera amistosa a la empresa *target*, que corre riesgo de ser absorbida de manera hostil por otra entidad.

#### **4.1.4 Conclusiones sobre la aplicación americana**

Tal y como relatan y evidencian la jurisprudencia y doctrina norteamericanas, los tribunales únicamente están capacitados y legitimados para verificar los elementos tangibles de la discrecionalidad de los administradores, como son el procedimiento establecido en los estatutos para la adopción de acuerdos (aspectos formales mayoritariamente) o la irrazonabilidad de la decisión, que ocurre cuando no sea posible ofrecer una explicación coherente o lógica de la actuación.

Adicionalmente, el incumplimiento de los presupuestos mencionados en el artículo 226 LSC no determinan, de por sí, la responsabilidad de los administradores, sino que únicamente suponen la pérdida del beneficio de la inmunidad de esa decisión en concreto. Es decir, la decisión tomada sin seguir el protocolo, o insuficientemente informada, o de mala fe, o con interés personal en el asunto, simplemente hace caer la presunción de diligencia a favor del administrador que el texto legal le atribuía.

Desde ese momento, cuando se produce la caída de la presunción, el juez queda de nuevo investido de autoridad para entrar a fiscalizar el fondo de la decisión causante del daño. Con todo, una vez probada, por un lado, la incompatibilidad de la conducta del ordenado empresario con la llevada a cabo, y por otro, el nexo causal entre el daño al patrimonio social y la conducta negligente, se puede imponer la sanción resarcitoria por daños y perjuicios al administrador<sup>30</sup>.

#### **4.2 REDUNDANCIA ACTUAL DE LA BJR EN M&A Y REFLEXIONES SOBRE SU FUNDAMENTO**

A la vista de los requisitos, previamente analizados, para generar ese espacio de inmunidad dentro las decisiones estratégicas y de negocio, rápidamente sorprenden las similitudes con el deber general de diligencia que ocupa el artículo inmediatamente anterior, el 225. El artículo 226 parece ser una reproducción de su predecesor, simplemente añadiendo el ámbito de aplicación de “decisiones estratégicas y de negocio” que, como se ha visto, es de todo menos pacífico. Prueba de que esta especificación no era necesaria es que, antes de su inclusión en 2014, ya se hablaba en nuestro país sobre la BJR, principalmente por su popularidad en países vecinos como Alemania.

---

<sup>30</sup> Paz-Ares, C., «La responsabilidad...», op. cit., pág. 33.

En tal sentido, tampoco parece encontrarse, a mí juicio, una justificación para esa protección en el contexto societario. Existen profesionales a los que no se les extiende esta protección. Por ejemplo, a un médico o a un arquitecto no se le fomenta la asunción de riesgos (dentro de unos límites, claro está), aunque busque la innovación, como sucede en el marco societario.

En la realización de este documento, he sido testigo del reducido número de sentencias que aplicaran el artículo 226 en el contexto de M&A. Es más, en la generalidad del entorno empresarial, éste se aplica con carácter excepcional, lo que evidencia que la tipificación de la BJR no era, en absoluto, necesaria.

La transposición de una norma extranjera, como la BJR, parece exigir, en primer lugar, un estudio de los fundamentos que legitiman su deseabilidad en la jurisdicción de origen, en este caso, Estados Unidos. En segundo lugar, un estudio de la necesidad de dicha norma en la jurisdicción en la que se pretende implementar, en la española. En tercer lugar, se deberían examinar los antecedentes jurídicos, sociales y económicos en la jurisdicción de destino, con intención de verificar si la norma se adapta al sistema. Y, por último, se debería proceder con un análisis coste-beneficio, para investigar si la norma resulta económicamente deseable en la jurisdicción de destino, ya sea mediante su implantación directa o, por lo contrario, con modificaciones que permitan adaptarla a la realidad económica y jurídica del destinatario.

En resumen, cuando se procedió a la introducción del artículo 226 se debieron analizar tanto cuestiones prácticas como de fondo y, según mi criterio, ninguna de estas cuestiones justifica suficientemente la inclusión. De hecho, se encuentran más argumentos en contra de inclusión que a favor, como ahora se procede a explicar.

#### **4.2.1 Razones prácticas**

Es imprescindible recordar la falta de amenaza real de los administradores por potenciales incumplimientos del deber de diligencia. Como se mencionaba al comienzo del trabajo, una de las motivaciones de esta regla fue proteger al administrador frente a futuras acciones de responsabilidad de los socios por la infracción de este deber, consagrado en el artículo 225. La realidad, sin embargo, muestra que la inmensa mayoría

de las demandas y, sobre todo, de las condenas, que se producen frente a los administradores se reducen a supuestos de responsabilidad frente a acreedores<sup>31</sup>.

Rara vez los administradores son declarados culpables a través de acciones ejercitadas por los socios. Las condenas se suelen dar por la responsabilidad por deudas del artículo 367.1 LSC o, en su caso, por responsabilidad concursal. En efecto, si nos centramos en este reducido número de casos, de acciones ejercitadas por los socios, se muestra cómo la mayoría se deben a situaciones de insolvencia o pre-insolvencia, asemejándose así, en fundamento, a los casos mayoritarios mencionados.

Adicionalmente, encontrar sentencias que impliquen condenas a los administradores sociales por el incumplimiento de deberes fiduciarios es una tarea de todo menos sencilla. Más aún por incumplimiento del deber de diligencia. Esto sucede por dos razones. Primera, por la complejidad procesal que supone probar la relación de causalidad entre el incumplimiento y el daño y, segunda, por la tendencia que los tribunales españoles han adoptado de respetar la discrecionalidad empresarial de los administradores cuando haya ausencia completa de conflicto de interés<sup>32</sup>.

Por tanto, si bien sobre el papel puede parecer que los administradores están amenazados por la responsabilidad derivada de incumplir el deber de diligencia, tanto en las decisiones de M&A como en su gestión diaria, ciertamente, es una amenaza no materializada. El sistema judicial otorga una tutela de la discrecionalidad empresarial más que suficiente, y ello sin necesidad de recurrir al artículo 226, luego su inclusión no está, desde el punto de vista aplicativo, en absoluto, justificada.

Otra razón práctica en contra de su inclusión, y que también justifica su escasa aplicación, es la realidad de las sociedades españolas. De acuerdo con el Marco Estratégico en política de PYME de 2019, elaborado por el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo con el Instituto de Empresa Familiar, las pymes suponen el 99,8% de las empresas nacionales y, el 85% de estas son familiares. Con estos datos se puede concluir que la enorme mayoría de las sociedades españolas son de reducido tamaño,

---

<sup>31</sup> Guerra, A., *La cuestionada deseabilidad económica de la business judgement rule en el Derecho español*, 2014, Facultad de Derecho de la Universidad CEU San Pablo.

<sup>32</sup> Véase las sentencias del Tribunal Supremo de 17 de enero de 2012 y 29 de marzo de 2007, donde se extrae una evidente renuencia del Tribunal a enjuiciar las decisiones de los administradores simplemente por haberlas adoptado en condiciones de información adecuada e independencia. También procede mencionar la sentencia de la Audiencia Provincial de Córdoba de 27 de enero de 1997, analizada por Paz-Ares, C., en el documento previamente citado “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”.

donde suele suceder que el Consejo de Administración guarde estrecha relación con los socios, reduciendo las posibilidades de acciones de responsabilidad con base en el incumplimiento de deberes fiduciarios más aún, si cabe.

Si bien se podría llegar a aceptar (forzando, y mucho) cierta deseabilidad de la norma en la Ley de Sociedades de Capital para completar el régimen de responsabilidad del administrador por incumplimiento de los deberes fiduciarios, en absoluto se podría considerar económicamente deseable desde un punto de vista procesal.

La Comisión de Expertos de Gobierno Corporativo que propuso la implementación del artículo 226 parece haber pasado por alto la realidad de la práctica judicial española cuando se valoró la necesidad de su inclusión. En esta línea, sorprende que la Comisión no haya llevado a cabo un estudio de las condenas impuestas a administradores por incumplimiento de su deber de diligencia, con fin de evidenciar que, efectivamente, los consejeros no se encuentran en una situación de amenaza que justifica esta protección adicional, no presente en muchas otras profesiones.

#### **4.2.2 Razones de fondo**

Para analizar las cuestiones de fondo que hacen innecesaria la regla de la discrecionalidad empresarial, se volverá a los cuatro fundamentos mencionados anteriormente (alertar la asunción de riesgos, limitar la fiscalización de las decisiones empresariales, la inexistencia de *lex artis* y evitar el sesgo retrospectivo), y se refutarán uno a uno, si procede, hasta concluir si justifican suficientemente la inclusión.

El primer fundamento apuntaba cómo era necesaria la *business judgement rule* para que los administradores tomaran riesgos razonables y satisficieran así el interés social, si lo entendemos como partidario de la innovación empresarial y de la generación de riqueza. Aquí, a mí juicio, se asumen dos argumentos que no tienen por qué ser asumidos. Se entiende, en primer lugar, que el interés social debe corresponderse, necesariamente, con la maximización del interés de los socios. Esto es así si se sigue el modelo contractualista adoptado en el Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas, revisado en junio de 2020. Sin embargo, si no se trata de una cotizada y se sigue el modelo institucionalista, el interés social será tanto el de los socios como el de otros interesados (proveedores, acreedores, deudores, etc.).

Y, en segundo lugar, el argumento asume que el interés social es único. Si tenemos una estructura de propiedad variada, con numerosos socios con intereses dispares, cómo

tiene que saber el administrador cuál corresponde al interés social. En el contexto de las fusiones y adquisiciones, habrá socios partidarios de llevar a cabo la adquisición y otros, que se posicionen en contra. Quizás se vote que se proceda con la operación, y esta sea totalmente dañina para el interés de la sociedad. Es más, todavía puede acercarse un administrador al interés social en el contexto de M&A, pues es una cuestión que se vota, pero qué ocurre en el resto de las decisiones donde el interés social no se hace saber. De todas formas, y sin entrar en detalle, el debate de qué se debe identificar por “interés social” existe desde hace tiempo y está lejos de concluir.

El segundo fundamento es el de evitar la excesiva intrusión de los tribunales españoles en las decisiones empresariales. En este caso, el contraargumento es más que evidente. Llevar a cabo la redacción del artículo 226 para evitar la fiscalización de estas decisiones no tenía sentido ni antes ni ahora pues, como se ha visto, el número de sentencias judiciales que condenaran decisiones por incumplimiento de deberes fiduciarios es muy escaso, y no desde 2014 con la inclusión de la BJR, sino desde mucho antes<sup>33</sup>.

El tercer fundamento es la inexistencia de *lex artis*. Supuestamente, la BJR tiene sentido en el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio porque los jueces no tienen los conocimientos necesarios para decidir sobre el fondo de la cuestión (si la decisión de negocio fue correctamente tomada o no, salvo que fuera, evidentemente, disparatada). Por ejemplo, un juez no es capaz de discernir si la valoración de una empresa defendida por el administrador en la Junta General que vote la fusión es adecuada o no, o si la adquisición de una empresa es el movimiento estratégico acertado.

A mí juicio, este argumento no resulta del todo válido, pues a los tribunales no se les exige, por ejemplo, conocimientos técnicos en arquitectura o en medicina, y ello no impide que valoren (con la ayuda de expertos), si el comportamiento del arquitecto o del médico fue acorde al nivel de diligencia exigido para el desempeño de la profesión (salvo, como ocurre para los administradores, en errores irrazonables). Existen múltiples disciplinas, considerablemente más especializadas que los negocios, que no gozan de una protección similar. Los jueces cuentan con herramientas para superar su inexperiencia como, por ejemplo, valerse de pruebas técnicas y dictámenes de expertos. Asumir este

---

<sup>33</sup> Afirmación propia tras la labor de investigación realizada en distintas bases de datos son sentencias anteriores y posteriores a 2014.

fundamento implicaría limitar al máximo la intromisión judicial en cualquier contexto, siempre que rebase la esfera de conocimientos del juez.

En cuanto al cuarto y último fundamento, el de evitar el sesgo retrospectivo, resulta totalmente válido. Es así porque es una tendencia comprobada en el comportamiento del ser humano, y se escapa del aspecto jurídico. Sin embargo, esta tendencia humana no puede ser tomada como un argumento autónomo que defienda, por sí solo, la inclusión del artículo 226 LSC. Si así se hiciera, los jueces también deberían abstenerse de examinar *a posteriori* otras decisiones, fuera del derecho societario, poniendo al jaque el mismo funcionamiento expost del sistema judicial.

### 4.2.3 Reflexiones y conclusiones

Se ha visto al final de este trabajo cómo la inclusión de la BJR es redundante. Su aplicación en España ha sido reducida y en operaciones de M&A también, y no porque no se incluyan en su ámbito de aplicación, que sí lo hacen al tratarse de una decisión estratégica. A su vez, las razones de fondo que justificaron su tipificación, aportadas por la Comisión de Expertos en Gobierno Corporativo, se caen por su propio peso, salvando la de evitar el sesgo retrospectivo.

Más allá de esto, procedo a hacer unas **conclusiones**.

**Primera.** Las decisiones adoptadas por los administradores en los procesos de compraventa pueden formar parte del ámbito de aplicación de la BJR. Esto se puede predicar tanto de decisiones ofensivas como defensivas. Eso sí, siempre y cuando sean fruto de una discrecionalidad, y con carácter estratégico.

**Segunda.** Si las decisiones son adoptadas en una situación de conflicto de interés, la protección otorgada por el artículo 226 decae, y pasa a enjuiciarse desde el ámbito del deber de lealtad.

**Tercera.** Los fundamentos de la BJR no se sostienen, y dar pie a que los jueces entren a fiscalizar decisiones empresariales es una tendencia que hace peligrar la independencia del administrador. Solo el del sesgo retrospectivo, pero es aplicable a todo el sistema judicial, por el simple funcionamiento de éste, pues habría que aislar a los jueces del desenlace para evitar su sesgo, algo insostenible.

**Cuarta.** El artículo 226 es una contextualización del deber de diligencia. Una doble capa de protección en el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio que no

está suficientemente justificada. No se otorga la misma protección a otras profesiones considerablemente más especializadas.

**Quinta.** Es una protección que no se justifica por el número de condenas a los administradores por incumplimiento del deber de diligencia. Adicionalmente está totalmente alejada de la realidad empresarial española, donde las sociedades rara vez albergan conflictos entre socios/administradores, pues suele existir un vínculo familiar.

La positivización de la regla de la discrecionalidad empresarial, si bien no sería su intención inicial, ha vaciado de contenido las funciones implícitas a la labor de administrador. Efectivamente, ha conseguido crear un margen de seguridad en favor del administrador, pero ha legislado de manera tan exhaustiva los requisitos para la creación de esta esfera de inmunidad que los administradores, sabiendo que si los cumplen no serán responsables, se limitarán a ello.

Se ha forzado la inclusión de una norma, sin la cual parecía que el régimen jurídico del administrador de sociedades estaba incompleto, pese a existir ya precedentes en España. La concreción de los supuestos de responsabilidad de los consejeros ha sido el camino más recorrido desde la reforma societaria del año 1990 y, consecuentemente, se está llegando a un puerto donde el administrador se limitará a seguir órdenes para no hacer frente a acciones de responsabilidad.

Parece ser que un administrador que cuenta con información suficiente, y toma una decisión equivocada causando un perjuicio a la sociedad, no será responsable. Y esto es así porque la diligencia exigible al administrador no es la de tener acierto en sus decisiones, que sería un estándar demasiado elevado, sino dotarse con información suficiente. Si después de eso, se equivoca, no hay más discusión. Se está llegando a un punto en el que el “buen administrador” a ojos de la ley no es aquel que tome la decisión correcta, sino el que se haga con la información correcta. Sus obligaciones están pautadas en el articulado de la LSC, con eso ya podrá esquivar reclamaciones aun cuando la información apunte en otra dirección, ya que su espacio de inmunidad generado por el 226 le permitirá errar.

Vaciado ya el contenido de las funciones de los administradores, estos se ceñirán a las recomendaciones e instrucciones de su perito, asesor o consultor, que le eximirá de responsabilidad y les convertirá en actores pasivos de las sociedades en las que,



inicialmente, eran protagonistas. Va en contra de la propia personalidad del gestor de un negocio.

Considero que la implementación de la *business judgement rule* en la LSC incentivaría a que los administradores, con fin de quedar protegidos por las decisiones de su gestión, incurran en gastos de asesoramiento para la toma de decisiones que, evidentemente, correrán a cargo de los socios. Se producirán tanto gastos internos, derivados de la protocolización del procedimiento de adopción de decisiones, como gastos externos, pues los administradores subarrendarán los servicios de asesores y expertos independientes para la obtención de informes y dictámenes que permitan justificar el grado de información suficiente exigido por la *business judgement rule* en el artículo 226 LSC.

Si realmente se quiere delimitar la responsabilidad de administrador por incumplimiento de los deberes fiduciarios, una opción podría ser atribuir a los socios una absoluta libertad contractual para configurar el deber de diligencia. En el contexto de M&A, los socios de la empresa, si lo consideraran necesario, deberían llevar a cabo una regulación interna exhaustiva que estableciera todos los controles que el administrador debe pasar para realizar una adquisición, o un mapa de ruta en el que el administrador va dejando huella de los avances de la transacción.

Con todo, la mejor manera de haber regulado la discrecionalidad empresarial en España, a mi juicio, sería la opuesta a la tomada por la Ley 31/2014: la no protección de los administradores por incumplimientos del deber de diligencia, salvo que los estatutos prevean lo contrario. De esta manera, salvo que, los socios de manera consensuada plasmaran en los estatutos un régimen diferente, la norma aplicable sería la permitir la revisión de las decisiones de los administradores que, a juicio de los socios, podrían suponer un incumplimiento del deber de diligencia. De esta manera, se evitarían el cúmulo de conceptos jurídicos indeterminados que arroja el artículo 226. En esta línea, se ha mostrado en la jurisprudencia estadounidense como una regulación estática del deber de diligencia de los administradores en M&A no es suficiente, pues se ha ido elevando el estándar continuamente.

Adicionalmente, si se permite una libertad contractual por parte de los socios para la regulación del deber de diligencia, se podrá delimitar correctamente lo que para ellos

supone “el interés social”, y también se adaptará a las estructuras de propiedad de cada empresa que, como se ha visto en España, predomina el tipo familiar.

## V. BIBLIOGRAFÍA

### 5.1 LEGISLACIÓN

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (Gaceta de Madrid núm. 289, de 16/10/1885).

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (Gaceta de Madrid núm. 206, de 25/07/1889).

Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas (BOE núm. 199, de 18/07/1951)

Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE núm. 164, de 10/07/2003).

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE núm. 82, de 04/04/2009).

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE núm. 161, de 03/07/2010).

Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE núm. 293, de 04/12/2014).

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE núm. 180, de 28/07/2007).

Versión Consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea C83/47.

### 5.2 JURISPRUDENCIA

Sentencia de la Audiencia Provincial de A Coruña (sección 4ª) 124/2006, de 22 de febrero de 2006.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28ª) 14585/2020, de 9 de diciembre de 2021.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28ª) 6860/2020, de 12 de junio de 2020.

*Penn Mart Realty Co. V. Becker*, 1972.

*Aronson v. Lewis*, 1984.

*Smith v. Van Gorkom*, 1985.

*Unocal v Mesa*, 1985.

*Revlon v. MacAndrews*, 1986.

### 5.3 OBRAS DOCTRINALES

Alfaro Águila-Real, J., “Artículo 226. Protección de la discrecionalidad empresarial”, en Juste Mencía, J. (coord.), “*Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014). Sociedades no cotizadas*”, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi, 2015.

Díaz Ruiz, E., *La disponibilidad, de lege data, del deber de diligencia de los administradores*, Editorial Aranzadi Pamplona, 2017, p.1040

Garrigues, J., *Curso de Derecho Mercantil*. Bogotá, 1987.

Guerra, A., “La “business judgement rule”, un balón de oxígeno para el riesgo en las decisiones estratégicas”, *Garrigues Comunica*, 2018 (disponible en [https://www.garrigues.com/es\\_ES/noticia/la-business-judgement-rule-un-balon-de-oxigeno-para-el-riesgo-en-las-decisiones-estrategicas](https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/la-business-judgement-rule-un-balon-de-oxigeno-para-el-riesgo-en-las-decisiones-estrategicas); última consulta 15/12/2022).

Guerra Martín, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses: su influencia en el movimiento de reforma del derecho europeo*, Aranzadi, 2003.

Llebot Majó, J. O., *Los deberes de los administradores de la Sociedad Anónima*, Estudios de Derecho Mercantil, Civitas, Madrid, 1996, pág. 76.

Mascareñas, J., *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Quinta edición, Madrid, 2011.

Payet, J., OPAs hostiles y medidas de protección, *Ius et Veritas*, núm. 23, 2001 (disponible en

<https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16020>; última consulta 9/3/2023).

Paz-Ares, C, “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 20, 2003 (disponible en <https://indret.com/la-responsabilidad-de-los-administradores-como-instrumento-de-gobierno-corporativo/>; última consulta 12/3/2023)

Serrano Cañas, J.M., “La incorporación de la Business Judgment Rule al Derecho español: el proyectado art. 226 de la Ley de Sociedades de Capital”, *Revista La Ley-Mercantil*, n. 6, 2014 (disponible en [https://revistas.laley.es/content/Documento.aspx?params=H4sIAAAIAAEAO29B2AcSZYIji9tynt\\_SvVK1-B0oQiAYBMk2JBAEozBiM3mkuwdaUcjKasqgcplVmVdZhZAzO2dvPfee--999577733ujudTif33\\_8\\_XGZkAWz2zkrayZ4hgKrIHz9-fB8\\_IorZ7LOnb3bo2du9d7B\\_8Asv87opquVnP1lc5Ms2x9\\_F-fXTavrmepV\\_dp6VTf4LF1nb5vVnz59\\_kddT\\_ev3yq8\\_e3X6k2ev3xz\\_wnxSVW8DsL-\\_gvt\\_AM-ES9hvAAAAWKE](https://revistas.laley.es/content/Documento.aspx?params=H4sIAAAIAAEAO29B2AcSZYIji9tynt_SvVK1-B0oQiAYBMk2JBAEozBiM3mkuwdaUcjKasqgcplVmVdZhZAzO2dvPfee--999577733ujudTif33_8_XGZkAWz2zkrayZ4hgKrIHz9-fB8_IorZ7LOnb3bo2du9d7B_8Asv87opquVnP1lc5Ms2x9_F-fXTavrmepV_dp6VTf4LF1nb5vVnz59_kddT_ev3yq8_e3X6k2ev3xz_wnxSVW8DsL-_gvt_AM-ES9hvAAAAWKE); última consulta 16/12/2022).

Vives Ruiz, F., *Apuntes Derecho de Sociedades*, 2022, Faculta de Derecho ICADE

#### 5.4 RECURSOS DE INTERNET

Bergaz, J., “Las fusiones y adquisiciones marcan cifra récord en 2021 tras crecer un 21%”, *El Confidencial*, 14 de febrero de 2022: (disponible en [https://www.elconfidencial.com/empresas/2022-02-14/las-fusiones-y-adquisiciones-marcan-cifra-record-en-2021-tras-crecer-un-21\\_3375584/](https://www.elconfidencial.com/empresas/2022-02-14/las-fusiones-y-adquisiciones-marcan-cifra-record-en-2021-tras-crecer-un-21_3375584/) ; última consulta 11/03/2023).

Zozaya González, N., “Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial”, Dirección General Política de la PYME, 2007.