



FACULTAD DE DERECHO

**LA RESPONSABILIDAD DE LOS
ADMINISTRADORES POR INSOLVENCIA EN
ADQUISICIONES APALANCADAS (LBO)**

El deber de diligencia del art. 225 LSC

Autor: Laura Baños Badia

5º E-3 A

Derecho Mercantil

Tutor: Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez

Madrid

Marzo 2025

ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN.....	1
1.1.	Objetivos	1
1.2.	Metodología	2
2.	CONCEPTO Y NATURALEZA DE LOS LEVERAGED BUYOUTS (LBOs)	4
2.1.	Fundamento y funcionamiento	4
2.2.	Naturaleza jurídica	8
2.3.	La insolvencia en el contexto de los LBOs	10
3.	RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES EN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS	14
3.1.	La figura del administrador y su papel en los LBOs	14
3.2.	Posibles fuentes de responsabilidad	18
3.2.1.	<i>Los conflictos de interés</i>	19
3.2.2.	<i>Coordinación de la responsabilidad societaria y concursal</i>	22
4.	ANÁLISIS DEL DEBER DE DILIGENCIA EN EL LBO	25
4.1.	Concepto y alcance del deber de diligencia	25
4.2.	El deber de información activa y pasiva y la adopción de medidas adecuadas.	28
4.3.	La diligencia de un ordenado empresario: implicaciones en los LBOs/ MBOs	31
4.4.	Jurisprudencia relevante sobre el deber de diligencia	34
5.	RELACIÓN ENTRE ADQUISICIONES APALANCADAS, INSOLVENCIA Y DEBER DE DILIGENCIA.....	37
5.1.	Análisis de la posible relación causal entre LBO e insolvencia	37
5.2.	Evaluación del cumplimiento del deber de diligencia en casos de insolvencia: el caso Alcoa	40
6.	PROPUESTAS DE MEJORA	43
7.	CONCLUSIONES.....	45
	BIBLIOGRAFÍA.....	49

LISTADO DE ABREVIATURAS

AIFM	<i>Alternative Investment Funds Managers</i>
art.	Artículo
CCo	Código de Comercio
ECR	Entidad de Capital Riesgo
FCR	Fondo de Capital Riesgo
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i>
<i>Id.</i>	<i>Idem</i>
LBO	<i>Leveraged Buyout</i>
LC	Real Decreto Legislativo 1/2020 (...), Ley Concursal
LCR	Ley 22/2014 (...), Ley de Capital Riesgo
LME	Real Decreto-ley 5/2023 (...), Ley de Modificaciones Estructurales
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2020 (...), Ley de Sociedades de Capital
MBO	<i>Management Buyout</i>
M&A	<i>Mergers & Acquisitions</i>
SCR	Sociedades de Capital Riesgo
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>
ss.	Siguientes

RESUMEN

El presente trabajo analiza la responsabilidad de los administradores en el contexto de las adquisiciones apalancadas (LBOs) y su posible relación con situaciones de insolvencia. El análisis se centra en el deber de diligencia de los administradores, regulado por el art. 225 LSC y en las implicaciones que la asunción de la deuda resultante del LBO puede tener sobre la estabilidad financiera de la sociedad adquirida. A lo largo del trabajo, se examinan los deberes y obligaciones de los administradores en la adopción de decisiones estratégicas en escenarios de elevado endeudamiento y tensión financiera. Asimismo, se evalúa cómo la falta de diligencia por parte de los administradores en la supervisión de la viabilidad financiera de la sociedad puede contribuir al deterioro de la empresa y, en última instancia, a su insolvencia. El análisis se completa con el estudio de un caso real, que permite ilustrar las consecuencias jurídicas y económicas de una gestión inadecuada en operaciones de LBO. Finalmente, se plantean propuestas de mejora para fortalecer el marco regulador y garantizar una mayor protección de los intereses de la sociedad y sus acreedores en este tipo de transacciones.

Palabras clave

Responsabilidad de los administradores, deber de diligencia, adquisición apalancada o LBO, insolvencia, sociedad *Target*, *private equity*, Ley de Sociedades de Capital (LSC).

ABSTRACT

This paper analyzes the liability of company directors in the context of Leveraged Buyouts (LBOs) and their potential connection with insolvency scenarios. The study focuses on the duty of care imposed on directors under art. 225 LSC and the financial instability that may arise from the debt structure of LBO transactions. The research examines the obligations of directors when making strategic decisions in highly leveraged situations. It explores how a lack of due diligence in assessing the financial health of the Target company may exacerbate financial strain and ultimately lead to insolvency. The analysis is supported by a real case that highlights the legal and economic implications of inadequate management in LBO operations. Lastly, this paper offers recommendations to improve the regulatory framework and strengthen the protection of shareholders and creditors involved in such complex financial transactions.

Key words

Directors' liability, duty of care/ due diligence, Leveraged Buyout or LBO, insolvency, Target company, private equity, Ley de Sociedades de Capital (LSC).

1. INTRODUCCIÓN

En el ámbito del derecho mercantil, las adquisiciones apalancadas o *Leveraged Buyouts* (LBOs) representan una de las operaciones financieras más complejas y controvertidas, especialmente cuando derivan en la insolvencia de la sociedad adquirida. El rasgo distintivo de estas operaciones es que se financian mayoritariamente a través de la asunción de deuda. Los LBOs plantean importantes conflictos y desafíos jurídicos, no solo en cuanto a su regulación, sino también respecto a la responsabilidad que recae sobre los administradores de las sociedades involucradas.

El presente trabajo aborda la responsabilidad de los administradores de una sociedad en el contexto de insolvencia derivada de una adquisición apalancada, analizando el deber de diligencia exigido por el artículo 225 de la Ley de Sociedades de Capital¹ (en adelante, “LSC”). El rol del administrador es esencial en la consecución de estas operaciones y sus implicaciones a nivel jurídico. En general, es la figura central en el funcionamiento de cualquier sociedad y el deber de diligencia constituye un estándar fundamental para el desempeño de su cargo.

Este estudio pretende ofrecer un análisis de los aspectos jurídicos, teóricos y prácticos relacionados con los LBOs, explorando los conflictos que pueden surgir entre la búsqueda de beneficios económicos y la protección de los intereses de la sociedad y sus acreedores. Además, se examina cómo el marco normativo y el deber de diligencia establecido en el art. 225 LSC se aplican a este tipo de operaciones, subrayando las implicaciones legales de la actuación de los administradores.

1.1. Objetivos

El presente Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo principal analizar la responsabilidad de los administradores sociales en el contexto de insolvencia derivada de una operación de adquisición apalancada (LBO), con especial atención al deber de

¹ 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 3 de julio de 2010).

diligencia establecido en el art. 225 LSC. Para alcanzar este objetivo principal, se plantean los siguientes objetivos específicos:

1. Examinar el concepto y las características de las adquisiciones apalancadas, así como su impacto en la estructura financiera de las sociedades.
2. Identificar los riesgos jurídicos y económicos asociados a los LBOs, con énfasis en su potencial de generar situaciones de insolvencia.
3. Analizar el contenido y alcance del deber de diligencia recogido en el art. 225 LSC, destacando su relevancia en la toma de decisiones empresariales complejas.
4. Evaluar la relación causal entre la elevada deuda contraída en las adquisiciones apalancadas y la insolvencia de la sociedad adquirida, poniendo el foco en la incidencia del cumplimiento del deber de diligencia por parte de los administradores.
5. Extraer conclusiones fundamentadas sobre la actuación de los administradores en situaciones de insolvencia derivadas de LBOs, atendiendo a su responsabilidad jurídica y al cumplimiento del deber de diligencia.
6. Plantear alguna propuesta de mejora para fortalecer y consolidar el panorama regulatorio actual de estas operaciones.

Con estos objetivos, este trabajo pretende contribuir al análisis del derecho mercantil, proporcionando una visión integral sobre la actuación de los administradores en el marco de estas complejas operaciones societarias.

1.2. Metodología

Para alcanzar los objetivos mencionados, se ha empleado una exegética clásica basada en la revisión y análisis de fuentes académicas, normativas y jurisprudenciales, con el objetivo de proporcionar una hermenéutica apropiada del desempeño del administrador de la sociedad de capital, a la hora de calibrar su responsabilidad en la insolvencia de la sociedad involucrada en un LBO.

En primer lugar, se ha llevado a cabo una revisión de doctrina especializada en derecho mercantil y societario, que permite contextualizar el concepto de las adquisiciones apalancadas y analizar sus implicaciones económicas y jurídicas. Este análisis incluye artículos de revistas científicas, monografías y publicaciones relevantes en el ámbito jurídico.

En segundo lugar, se examina la interpretación del alcance del art. 225 LSC, que regula el deber general de diligencia de los administradores. Este marco legal constituye la base para el análisis de los deberes y responsabilidades de los administradores en el contexto de los LBOs.

Finalmente, conforme a una metodología de jurisprudencia de conceptos y de intereses, se analiza la interpretación práctica que los tribunales españoles han dado a las obligaciones y responsabilidades de los administradores en situaciones empresariales complejas. Este enfoque permite identificar criterios decisivos que orientan la aplicación del marco normativo en casos concretos.

Para facilitar la comprensión de esta jurisprudencia de conceptos e intereses, se plantea a continuación un breve glosario con una explicación conceptual de los términos jurídicos clave y de los intereses en juego de las partes implicadas:

Jurisprudencia de conceptos:

- Compra apalancada (LBO): método de adquisición de una sociedad en el que el comprador financia el precio mayoritariamente mediante deuda, que será asumida por la sociedad adquirida.
- Insolvencia: situación jurídica en la que una sociedad no puede cumplir regularmente con sus obligaciones exigibles, lo cual puede derivar en declaración de concurso de acreedores.
- Responsabilidad de los administradores: obligación legal de los administradores de responder frente a la sociedad, socios o terceros por las consecuencias dañinas derivadas del incumplimiento de sus deberes.

Jurisprudencia de intereses:

- Acreedores: buscan asegurar el cumplimiento de las obligaciones contraídas y preservar la integridad del patrimonio social como garantía de cobro.
- Compradores (inversores): pretenden maximizar la rentabilidad de la operación, normalmente a través de la revalorización de la empresa y su posterior venta o explotación.
- Financiadores: buscan maximizar la rentabilidad de los préstamos concedidos a través de los tipos de interés que exigen a cambio, así como garantizar el reembolso de los mismos.
- Socios de la empresa adquirida: quieren mantener el valor de su participación y tienen un interés directo en el buen desempeño de la compañía, lo cual está ligado a la preservación de su salud financiera.
- Administradores de la empresa adquirida: velan por el interés social, procurando adoptar decisiones diligentes y leales. Deben equilibrar los intereses de socios, acreedores y compradores, evitando incurrir en responsabilidad por actos que perjudiquen a la sociedad.

La combinación de estas metodologías, exegética y de jurisprudencia de conceptos e intereses, garantiza un análisis detallado y fundamentado, ofreciendo una perspectiva teórica y práctica que permite extraer conclusiones relevantes para el estudio del tema.

2. CONCEPTO Y NATURALEZA DE LOS LEVERAGED BUYOUTS (LBOs)

2.1. Fundamento y funcionamiento

Durante la primera década de los 2000, el mercado de fusiones y adquisiciones (M&A) en España experimentó un notable crecimiento, con un aumento significativo de las operaciones y la complejidad de las mismas. Uno de los factores clave detrás de esta evolución fue la influencia del capital riesgo y la inversión en mercados privados (*private equity*). Este fenómeno tiene su origen en la frecuente necesidad de capital por parte de

las empresas privadas para poder así financiar sus operaciones e impulsar el crecimiento de sus negocios. Para ello, existen entidades, conocidas de forma genérica como gestoras de *private equity*, que crean y gestionan fondos de capital privado, a través de los cuales despliegan financiación en nombre de un grupo de inversores.

En cuanto a su funcionamiento, están estructurados como *limited partnerships* en los que los administradores del fondo (*general partners*), se encargan de su gestión y los inversores (*limited partners*) aportan la mayor parte del capital. La gestora de *private equity* es la que actúa como *general partner* y suele aportar al menos un 1% del capital total. Cada fondo tiene una duración determinada, normalmente de diez años, de los cuales los cinco primeros se dedican a invertir el capital comprometido en empresas y en los restantes se procede a la devolución de ese capital a los inversores. La remuneración de las entidades de *private equity* se compone de tres partidas. Primero, cobran una comisión anual de gestión, que suele consistir en un porcentaje del capital comprometido y, a medida que se van realizando inversiones, un porcentaje sobre el capital invertido. Segundo, reciben una parte de los beneficios del fondo, conocida como *carried interest*, que suele consistir en el 20% de las plusvalías obtenidas. Por último, algunas gestoras cobran comisiones por operaciones y por supervisión a las empresas en las que invierten².

Asimismo, conviene aclarar la naturaleza jurídica de las entidades de *private equity*. Tal y como hemos mencionado previamente, la inversión en capital privado se encuadra en el universo del capital riesgo. Por ello, la normativa configuradora y de referencia en este ámbito es la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo³ (en adelante, “LCR”). En su art. 3 define las entidades de capital riesgo (en adelante, “ECR”) como “aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores y cuyo objeto principal viene definido en el artículo 9 de esta Ley”. De acuerdo con este último, su actividad principal consiste en la toma de participaciones temporales en el

² Kaplan, S. N. y Strömberg, P., “Leveraged Buyouts and Private Equity”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n. 1, 2009, pp. 123-124.

³ Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 13 de noviembre de 2014).

capital de empresas que no sean inmobiliarias ni financieras y que no coticen en bolsa o cualquier otro mercado regulado equivalente. Por consiguiente, podemos incluir a las entidades de *private equity* en el concepto de ECR. Las ECR pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital riesgo (en adelante, “SCR”) o de fondos de capital riesgo (en adelante, “FCR”) (art. 3.3 LCR). Por su parte, las SCR revisten la forma de sociedades anónimas (art. 26.1 LCR), por lo que sí ostentan personalidad jurídica. Por el contrario, de acuerdo con el art. 30.1 LCR: “los FCR son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo”⁴.

Pues bien, a través de las gestoras de *private equity* y con el auge de los mercados privados, las adquisiciones apalancadas de sociedades o *Leveraged Buyouts* (LBOs) han ganado relevancia en el mercado español. Estas operaciones no solo han impulsado la actividad económica, sino que también han contribuido al desarrollo de la economía hacia un escenario más dinámico e innovador. Los LBOs constituyen herramientas muy valiosas para facilitar las reorganizaciones empresariales y fomentar la eficiencia y disciplina en la gestión de las empresas objetivo. El motivo es que el endeudamiento asumido potencia la optimización de los recursos disponibles, exigiendo al mismo tiempo un nivel superior de cautela en la administración⁵.

Podemos definir una adquisición apalancada o LBO como “una técnica de adquisición de una participación accionarial mayoritaria —o total— de una sociedad (...) en la que los adquirentes recurren a préstamos para financiarla dando como garantía los propios activos de la sociedad adquirida”⁶. Se trata de una transacción en la que el comprador adquiere una sociedad (en adelante, la “sociedad *Target*”) o una participación mayoritaria en la misma, a través de la financiación de una parte significativa de su precio de compra mediante deuda. Las partes prevén que la devolución de los préstamos contraídos para financiar la adquisición se realizará con cargo a los ingresos obtenidos

⁴ *Id.*

⁵ Segura de Lassaletta, R., “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales”, en Trías Sagnier, M. (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 137-138.

⁶ Perdices Huetos, A., “Asistencia financiera y compra de empresa”, en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Wolters Kluwer, Madrid, 2016, p. 333.

por la propia sociedad *Target* y, en la mayor parte de los casos, con la venta de algunos de sus activos⁷.

El caso típico es la adquisición de una empresa privada por parte de un *private equity*, mediante una financiación mixta compuesta por los fondos propios aportados por los inversores que depositan capital en la entidad para así participar de la rentabilidad generada y la deuda concedida por las entidades financieras. Generalmente, la deuda asciende a un 50-90% del precio de compra⁸.

Cuando los que realizan la operación son los propios administradores de la sociedad adquirida se habla de *Management Buyout* (MBO). Su realización presupone que los administradores consideran que la sociedad que gestionan está infravalorada en el mercado, es decir, creen que los activos sociales tienen un mayor potencial de rendimiento. Ahora bien, en tanto que ellos no son los propietarios, no tienen los incentivos adecuados para obtener la máxima rentabilidad de estos. Sin embargo, al adquirir la totalidad o gran parte de las acciones o participaciones, desaparece la separación entre propiedad (socios) y control (administradores) y los incentivos de los administradores se renuevan. Al obtener la propiedad, los beneficios revertirán sobre ellos mismos, por lo que ya están plenamente interesados en su máxima rentabilidad⁹.

Para articular la adquisición de la compañía, frecuentemente se recurre a la constitución de una sociedad vehículo (*Special Purpose Vehicle* o SPV) conocida como *Newco*, que recibirá la financiación de las entidades de crédito y se convertirá en titular de las acciones o participaciones de la sociedad *Target*. De esta manera, el comprador limita su responsabilidad frente a terceros al patrimonio de la *Newco* y de la sociedad *Target*¹⁰.

⁷ *Id.*

⁸ Kaplan, S. N. y Strömberg, P., “Leveraged Buyouts and Private Equity”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n. 1, 2009, p. 122.

⁹ Perdices Huetos, A., “Asistencia financiera y compra de empresa”, en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 333-334.

¹⁰ Auriolés Martín, A., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n. 51, 1993, p. 641.

Una vez ejecutado el LBO, se produce una reestructuración en diferentes áreas. En primer lugar, se modifica la estructura de propiedad de la sociedad *Target*. La *Newco* e indirectamente los promotores del LBO (la entidad de *private equity* y los propietarios de la compañía, que suelen mantener una posición minoritaria en el capital) se convierten en los nuevos socios de la sociedad *Target*. Ocasionalmente, los prestamistas también pueden optar a convertirse en socios, para poder asistir a los consejos de administración e influir en decisiones estratégicas. El objetivo principal es conseguir que cada uno de los nuevos socios tenga un fuerte incentivo en impulsar el crecimiento de la empresa. En segundo lugar, puede darse el caso de que los nuevos socios decidan cambiar la estructura del activo, centrándose en las áreas de negocio que aportan mayor valor. En tercer lugar, se lleva a cabo una optimización de la estructura organizativa, para reducir costes y mejorar los flujos de tesorería. Por último, al producirse un aumento del endeudamiento, cambia también la estructura financiera, incrementándose el pasivo del balance de situación¹¹.

2.2. Naturaleza jurídica

En cuanto a la naturaleza jurídica de este instrumento de compraventa de empresas, la doctrina y jurisprudencia mayoritaria califican los LBOs como operaciones de carácter mercantil. Es cierto que algún autor¹² considera que su naturaleza es civil, al tratarse de una compraventa de un bien, como es una sociedad o sus activos esenciales. Sin embargo, la mayoría de autores¹³ y jurisprudencia señalada¹⁴ defienden que los LBOs tienen carácter mercantil. En una primera aproximación, el hecho de que el objeto de

¹¹ *Id.*

¹² Segura de Lassaletta en su obra: “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales”, en Trías Sagnier, M. (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Marcial Pons, Madrid, 2006.

¹³ Garrigues, Uría, Langle y J. C. Paz-Azares, entre otros, de acuerdo con: Serrano Acitores, A., “Análisis financiero-económico de los *leveraged buyouts*”, *RCyT. CEF*, núms. 377-378, 2014, p. 164.

¹⁴ En Serrano Acitores, A., “Análisis financiero-económico de los *leveraged buyouts*”, *RCyT. CEF*, núms. 377-378, 2014, p. 164: la Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de diciembre de 1881 en la que se afirma que “la cesión o traspaso de un establecimiento de comercio, con todos sus géneros, por un precio, debe ser considerado con arreglo al artículo 359 [hoy 325] del Código de Comercio como compraventa mercantil, y mucho más resultando que los adquirentes se dedicaron desde entonces al ejercicio habitual del comercio”. Esta doctrina sobre la naturaleza mercantil de la compraventa de empresa ha sido reafirmada por sentencias posteriores como las de 11 de noviembre de 1927, de 10 de febrero de 1936, de 4 de abril de 1941 y de 13 de marzo de 1943, entre otras.

compra de estas operaciones sea una empresa, las vincula estrechamente a la actividad comercial.

Atendiendo a las fuentes jurídicas, el art. 325 del Código de Comercio (CCo) define como mercantil aquella compraventa de cosas muebles con la finalidad de revenderlas, en la misma o distinta forma que se compraron, y con ánimo de lucrarse, es decir, de obtener una rentabilidad. Respecto a esta definición podemos realizar dos observaciones. En primer lugar, la referencia a que el objeto de la compraventa sea un bien mueble. En los LBOs, lo que normalmente se adquiere no es una "empresa" en sí misma como ente jurídico, sino acciones o participaciones sociales, es decir, títulos representativos del capital social, que son bienes muebles¹⁵. Así, el objeto directo de la adquisición son bienes muebles, pero el fin económico último es el control de la empresa como unidad de negocio. En segundo lugar, el ánimo de lucrarse. Cuando una entidad de *private equity* ejecuta una operación de LBO, su finalidad última es promover el crecimiento de la empresa adquirida para incrementar su valor y poder venderla a un precio mayor del que pagó por ella. El ánimo de lucro se ve claramente reflejado en esa aspiración de maximizar la rentabilidad de la inversión a través de una gestión que aporte valor y que favorezca la posterior venta. En definitiva, la intención de obtener un beneficio con la transmisión futura es lo que otorga a los LBOs su naturaleza mercantil.

Por otro lado, el carácter mercantil de los LBOs se ve reforzado por el hecho de que este tipo de operaciones tiene un plazo muy definido para su desinversión, regulándose el horizonte temporal y condiciones de salida de la sociedad *Target* en el correspondiente contrato de compraventa. Normalmente, las empresas permanecen en la cartera de los *private equities* durante un periodo de 5-7 años y, una vez alcanzados los objetivos propuestos, se procede a la venta de la empresa adquirida a otra entidad de capital riesgo o a un socio industrial (como podría ser una compañía multinacional que quiere ampliar su cuota de mercado). También es posible la desinversión mediante una oferta pública de venta en bolsa. De una forma u otra, a través de este proceso, todos los

¹⁵ Sentencia del Tribunal Supremo, sala 1ª, núm. 545/2012, de 28 de septiembre de 2012 [versión electrónica – base de datos *v|lex*]. Fecha de la última consulta: 29 de marzo de 2025.

inversores y partícipes del LBO consiguen materializar las plusvalías latentes generadas¹⁶.

2.3. La insolvencia en el contexto de los LBOs

Tras conocer la estructura y funcionamiento de un LBO, no resulta muy difícil hacerse una idea del principal riesgo que conlleva esta operación: su alto nivel de endeudamiento. La financiación aportada por las entidades financieras multiplica enormemente la capacidad adquisitiva de los *private equities*, que carecen de fondos suficientes para cubrir íntegramente el precio de compra de la sociedad *Target*. Además, la tesorería de la empresa adquirida en el momento de la compra resulta insuficiente, por lo que el repago de la deuda se amparará en los flujos de caja que esta obtenga en el futuro.

El principal problema radica en que no es posible garantizar con total seguridad que la sociedad *Target* logrará generar los flujos previstos y necesarios para liquidar las obligaciones contraídas. Para tratar de minimizar este riesgo, antes de proceder a la adquisición, se lleva a cabo un proceso de análisis exhaustivo conocido como *due diligence*. A través del mismo, los potenciales compradores procuran asegurar que la empresa sea una buena candidata a un LBO, cumpliendo con los siguientes requisitos¹⁷:

1. Generación de flujos de caja estables que permitan hacer frente al pago del principal y de los intereses. Esta premisa supone que la *Target* goce de capacidad de generación de liquidez suficiente, de manera que no se comprometa la amortización de la deuda contraída con ocasión de la financiación¹⁸.
2. Una empresa establecida en el mercado o de lento crecimiento. Además, este debería mantenerse constante y estable a lo largo del periodo de la inversión,

¹⁶ Serrano Acitores, A., “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo”, Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, *Dialnet*, 2012, pp. 170-171.

¹⁷ Hernández Bengoa, A. y Ruiz-Gallardón, A., “Leveraged buy outs”, en Saavedra Ortiz, J. J. (coord.) y Serrano Acitores, A. (coord.), *Operaciones Mercantiles y Productos de Inversión en los Mercados Financieros*, Bosch, Barcelona, 2011, pp. 203-204.

¹⁸ Vives Ruiz, F., “La validez de los LBO en el Derecho español”, Tesis inédita. Universidad Pontificia Comillas (ICADE), Madrid, 2009.

pues, de lo contrario, sería necesario invertir parte de esta liquidez en sostener el crecimiento. También se valora especialmente la existencia en la sociedad *Target* de oportunidades de mejora que puedan ser aprovechadas y que se traduzcan en aumentos de valor

3. Un equipo directivo experimentado y comprometido, que tras la operación sea capaz de dirigir y tomar decisiones de acuerdo con los nuevos socios. El equipo directivo es fundamental, ya que ellos son los que conocen la industria y la dinámica de la compañía, siendo un activo muy valioso en la gestión de los *private equities*.
4. Un nivel de endeudamiento bajo que le permita asumir más deuda como consecuencia de su adquisición. Esto implica que su capacidad de endeudamiento esté infrautilizada, es decir, que no arrastre problemas financieros anteriores.
5. Unos márgenes flexibles, siendo posible incrementar los ingresos que obtiene la empresa y/o reducir los costes que tenga para generar mayores flujos de caja y una valoración mayor en la posterior venta.
6. Existencia de activos no estratégicos que puedan ser objeto de venta. Se valora muy positivamente que la empresa cuente con una base de activo inmovilizado que pueda ser vendido si fuera necesario para hacer frente a la deuda y que esos activos no estén gravados o que lo estén de forma residual.
7. Posibilidad de que los directivos sean socios de la empresa para incentivarlos en su trabajo. Si los directivos tienen una participación en el capital de la empresa, ellos mismos tendrán un interés personal en que la empresa crezca y se revalorice.
8. Escasa necesidad de inversiones de capital y, en general, un programa de inversiones poco exigente, de manera que los flujos de caja generados puedan ir destinados mayormente al repago de la deuda.

En cualquier caso, los financiadores de la operación asumen la inseguridad de que la empresa adquirida alcance o no ese margen extra de su actividad ordinaria que le permita amortizar la deuda. Cabe destacar que, ni la compañía adquirente ni las entidades financieras tienen permitido, en un intento por garantizar la operación, establecer derechos reales sobre las acciones/ participaciones u otros activos relevantes de la sociedad *Target*. Estas garantías se considerarían asistencia financiera, la cual está

prohibida por la Ley de Sociedades de Capital, tanto para las sociedades de responsabilidad limitada (art. 143.2 LSC), como para las sociedades anónimas (art. 150 LSC). Esta prohibición se fundamenta principalmente en la defensa de la integridad del capital social y la prevención de abusos por parte de los administradores.

La prohibición de asistencia financiera en relación con los LBOs ha sido objeto de debate doctrinal a raíz de lo dispuesto en un precepto de la Ley de Modificaciones Estructurales¹⁹ (en adelante, “LME”), cuyo régimen ha sido reformado recientemente. El motivo es que a este tipo de transacciones les resulta aplicable en muchos casos lo dispuesto en el art. 42 LME relativo a la “fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente”. Este artículo incluye ciertos requisitos para no incurrir en tal prohibición para el caso de las fusiones apalancadas. Concretamente, la presentación de un plan detallado de recursos y plazos para la satisfacción de las deudas; la justificación de la operación en términos económicos y financieros y la evaluación independiente de la razonabilidad de la misma.

El motivo por el cual esta disposición ha generado debate es que, al asumir la sociedad *Target* la deuda empleada para su adquisición, la fusión apalancada pasa a asemejarse a una forma de asistencia financiera indirecta. El problema radica en que existe un conflicto entre los objetivos legales y económicos. Tras la fusión, la deuda que inicialmente fue contraída por la entidad adquirente pasa a ser soportada por la sociedad adquirida, lo cual entra en contradicción con las restricciones legales. Sin embargo, desde un punto de vista financiero, esta estructura puede ser necesaria para optimizar la gestión del grupo empresarial resultante. Para mitigar este conflicto, la legislación establece para las operaciones de fusión apalancada los requisitos mencionados. De esta manera, se busca garantizar que la operación sea transparente y que no se comprometa la solvencia de la empresa ni los derechos de los socios y acreedores. Por lo tanto, el legislador permite las adquisiciones apalancadas y su posterior fusión, siempre y cuando se cumpla una serie de requisitos para asegurar un control adecuado de este tipo de operaciones. En definitiva,

¹⁹ Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea (BOE 29 de junio de 2023).

la ley incluye esta previsión para establecer un sistema de garantías que refuerce la responsabilidad de los administradores y proteja la situación financiera de las empresas²⁰.

Por otro lado, en relación con la insolvencia en el contexto de un LBO, es pertinente señalar el problema del *asset stripping*. El art. 30 de la Directiva 2011/61/UE²¹ trata esta cuestión. Esta directiva, conocida como la Directiva AIFM (*Alternative Investment Funds Managers*), regula cuestiones relativas a los gestores de fondos de inversión alternativos y, concretamente, su art. 30 aborda la liquidación de activos de la sociedad adquirida tras la toma de control. Este artículo protege del denominado *asset stripping*, que consiste en vender los activos de la sociedad hasta descapitalizarla con el fin de obtener liquidez, sin consideración alguna por el futuro de la compañía. Para evitar esta situación, se prohíbe que en los 24 meses posteriores a la adquisición de la sociedad *Target* se facilite, apoye o instruya cualquier distribución, reducción de capital, reembolso a los accionistas o adquisición de acciones propias por parte de la empresa²². En el contexto de un LBO, prohíbe utilizar los activos de la sociedad objetivo para financiar la adquisición (lo cual está prohibido directamente por la LSC como asistencia financiera). De esta manera, se intenta proteger el patrimonio de la sociedad *Target* de aquellas estrategias de inversión cortoplacistas de los *private equities* que no velan por la salud de la compañía a largo plazo.

Por lo tanto, si finalmente la empresa adquirida no alcanzara los objetivos de operatividad y facturación propuestos, podría darse el caso de que no pudiera satisfacer sus obligaciones de pago y, consecuentemente, se viera obligada entrar en concurso. Este es el gran peligro que encierran los LBOs y la razón por la cual se les conoce coloquialmente como “*Large Bankruptcy Opportunity*” (“gran oportunidad de entrar en bancarrota”). De hecho, un estudio llevado a cabo en la California Polytechnic State

²⁰ Álvarez Royo-Villanova, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *El Notario del Siglo XXI. Revista online Colegio Notarial de Madrid*, n. 34, noviembre-diciembre 2010 (disponible en <https://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>; última consulta 17/03/2025).

²¹ DIRECTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010 (Diario Oficial de la Unión Europea 1 de julio de 2011).

²² Seretakis, A. L., “The New EU Directive on the Regulation of Private Equity”, *Columbia Journal of European Law Online*, vol. 18, n. 3, 2012, p. 5.

University sobre una muestra de 467 compañías sujetas a LBO, reveló que aproximadamente un 20% de ellas había quebrado a los 10 años²³.

3. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES EN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS

3.1. La figura del administrador y su papel en los LBOs

Los administradores de las sociedades de capital son aquellas personas designadas para actuar en nombre y representación de la sociedad que dirigen, velando por el cumplimiento de los deberes establecidos en los arts. 225 y ss. LSC. Los administradores deben guiarse por estos principios de actuación, buscando siempre salvaguardar el interés superior de la sociedad.

En la base de la estructura de deberes de conducta de los administradores se encuentra el deber de buena fe, un principio fundamental que rige todo el ordenamiento jurídico y, especialmente, las relaciones de derecho privado. La buena fe, en su acepción objetiva actúa como principio general del derecho, con valor normativo y función integradora, correctora e interpretativa de las normas jurídicas²⁴. Su consagración como estándar de conducta impone a los sujetos una actuación leal, coherente y razonable, orientada no solo al cumplimiento formal de las normas, sino también a la protección de las expectativas legítimas que se derivan de las relaciones jurídicas. Así, el principio de buena fe introduce una carga ética en el tráfico jurídico, exigiendo comportamientos ajustados al deber de colaboración, lealtad y confianza recíproca entre las partes²⁵.

Aplicado al ámbito societario, este principio cobra especial importancia en la función de los administradores, quienes, en el ejercicio de sus competencias, no solo deben cumplir con las disposiciones legales y estatutarias, sino también actuar de forma

²³ McElhaney, A., “LBOs Make (More) Companies Go Bankrupt, Research Shows”, *Institutional Investor*, 2019 (disponible en <https://www.institutionalinvestor.com/article/2bswdyxrj0cc1n1lvk/corner-office/lbos-make-more-companies-go-bankrupt-research-shows>; última consulta 17/03/2025).

²⁴ Art. 7.1 CC: “los derechos deberán ejercitarse conforme a las exigencias de la buena fe”.

²⁵ Díez-Picazo, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, vol. I, 6ª ed., Civitas, Madrid, 2008, pp. 59-63.

íntegra, prudente y orientada al interés social. El principio de buena fe fundamenta los distintos deberes de los administradores y sirve como instrumento integrador y pauta de interpretación en aquellas cuestiones no reglamentadas suficientemente por la normativa societaria. Esta directriz implica que los administradores deben adoptar decisiones orientadas al correcto desarrollo y al buen fin de la actividad social, guiándose por criterios de honestidad, transparencia y cumplimiento normativo²⁶.

En definitiva, la buena fe no se reduce a un mero deber ético, sino que se erige en un criterio jurídico vinculante que forma parte del núcleo esencial de los deberes fiduciarios de los administradores como gestores de intereses ajenos²⁷.

En un nivel más específico, el deber de diligencia se configura como una manifestación del deber de buena fe en el ámbito contractual. Este principio está recogido en el art. 225 LSC y exige a los administradores desempeñar sus funciones “con la diligencia de un ordenado empresario”, concepto en el que se adentrará más adelante en este trabajo. A grandes rasgos, se trata de dirigir la sociedad con entrega y cautela, procurando anticiparse a posibles riesgos y tomando decisiones informadas en beneficio de la sociedad²⁸.

En conexión con el deber de diligencia, en un círculo más reducido, el deber de proteger la discrecionalidad empresarial (art. 226 LSC) exige un discernimiento adecuado para la toma de decisiones informada y desinteresada. Este principio de actuación se intensifica en aquellas relaciones de colaboración en las que el administrador actúa en nombre y representación de la sociedad. Impone un deber de fidelidad que se traduce en la obligación de actuar siempre en favor del interés de la sociedad, por encima de sus propios intereses personales o de cualquier otro agente externo. Este modo de proceder no solo exige a los administradores promover el bienestar de la sociedad, sino también

²⁶ Ribas Ferrer, V., “El Deber de Diligente Administración”, en Rojo Fernández Río, A. J. (coord.) y Beltrán Sánchez, E. M. (coord.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Thomson Reuters, Madrid, 2011, pp. 1608 y ss.

²⁷ Paz-Ares Rodríguez, J. C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Centro de Estudios del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles del España, Madrid, 2007, pp. 14 y ss.

²⁸ *Id.*

protegerlo, evitando cualquier conducta que pueda comprometer su estabilidad financiera o competitiva²⁹.

Por último, al mismo nivel que el deber de diligencia, en el núcleo de las obligaciones de los administradores, se encuentra el deber de lealtad, regulado expresamente en el art. 227 LSC. Este mandato se deriva de la especial relación que los administradores mantienen con la sociedad, basada en la gestión de intereses ajenos (de la sociedad en su conjunto). El administrador está obligado a abstenerse de explotar sus facultades para el logro de fines personales y debe respetar la confidencialidad de las informaciones que conoce en el ejercicio de su cargo (art. 228 LSC). Asimismo, dado que el administrador tiene la facultad de tomar decisiones discrecionales que afectan el patrimonio de la sociedad, debe evitar desarrollar actividades que creen situaciones de conflicto de interés con la sociedad y que pueden causar efectos perjudiciales para la misma (art. 229 LSC)³⁰.

En el contexto de una operación de LBO, los administradores desempeñan un papel clave, ya que deben garantizar que la transacción sea viable y respetuosa con la normativa vigente, además de que no comprometa la estabilidad financiera de la sociedad ni perjudique a los acreedores o socios minoritarios. Podemos esbozar ciertas pautas generales que, a nuestro juicio, los administradores de la sociedad *Target* deben cumplir en el supuesto de que intervengan en un proceso de adquisición apalancada:

En primer lugar, es fundamental la evaluación de la viabilidad del LBO. Ello implica el deber de conducir los análisis que sean pertinentes e incluso recurrir al asesoramiento de profesionales con el fin de estimar si la compañía podrá soportar la carga de la deuda requerida para financiar la adquisición, sin comprometer su salud financiera. En segundo lugar, los administradores deben velar en todo momento por el cumplimiento de la normativa mercantil y societaria, especialmente lo dispuesto en la LSC respecto a sus deberes de actuación. En tercer lugar, deben proteger los intereses de la sociedad y sus acreedores evitando operaciones que puedan comprometer su solvencia.

²⁹ Paz-Ares Rodríguez, J. C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Centro de Estudios del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles del España, Madrid, 2007, pp. 14 y ss.

³⁰ *Id.*

Por ejemplo, se deberá valorar más estrictamente la realización de gastos e inversiones secundarias o de menor importancia que tal vez son prescindibles en esta situación de elevado endeudamiento. Por último, los administradores deben asegurar la transparencia en la gestión y toma de decisiones, garantizando la comunicación adecuada a los socios e inversores y sin ocultar información, a pesar de que esta revele indicios de crisis empresarial.

Para finalizar, pese a que el foco del análisis de este trabajo es el papel de los administradores en los LBOs, resulta interesante hacer una breve referencia a los diversos intervinientes que participan en estas operaciones. Los posibles participantes en un LBO pueden agruparse fundamentalmente en dos grupos: los sujetos que participan activamente en la operación de adquisición y aquellos otros que, sin intervenir directamente, se ven afectados por la misma.

En el grupo de sujetos activos en el procedimiento podemos destacar los “compradores” y los “financiadores”. Los compradores son los inversores cuyo interés principal es maximizar la rentabilidad de la operación. Estos pueden presentarse bajo el perfil de una entidad de *private equity*, cuyo objetivo es reorganizar la empresa, expandir su actividad o prepararla para cotizar en bolsa, con un horizonte temporal a corto o medio plazo; aunque también existen compradores que buscan involucrarse en la gestión de la sociedad con una visión a largo plazo. Los “financiadores” incluyen entidades bancarias, fondos de capital riesgo y otros inversores institucionales. Su interés radica en maximizar la rentabilidad de los préstamos concedidos a través de los tipos de interés y garantizar su reembolso. La financiación suele estructurarse en distintos niveles de deuda con diferentes grados de riesgo³¹.

Entre los sujetos pasivos o afectados por el LBO encontramos diversos subgrupos. En primer lugar, los accionistas minoritarios (en aquellos casos en los que no se adquiera el 100% del capital de la sociedad *Target*) y la propia sociedad, que pueden verse perjudicados si el elevado apalancamiento generado por la operación debilita la salud financiera de la empresa. En segundo lugar, los administradores de la sociedad *Target*, sobre los que ya hemos comentado su implicación. Por último, los trabajadores de la

³¹ Vives Ruiz, F., “La validez de los LBO en el Derecho español”, Tesis inédita. Universidad Pontificia Comillas (ICADE), Madrid, 2009.

compañía, ya que un alto nivel de endeudamiento podría derivar en medidas de reestructuración que afecten la estabilidad del empleo³².

Resulta fundamental alinear los intereses particulares de cada uno de estos grupos para evitar el nacimiento de conflictos como consecuencia de estas operaciones. Para ello, es conveniente realizar una tarea de ponderación de los distintos intereses en juego para determinar cuáles prevalecen, maximizando la riqueza global de la sociedad y de todos los participantes en el LBO.

3.2. Posibles fuentes de responsabilidad

Tal y como hemos visto, los administradores tienen una serie de obligaciones que deben cumplir, buscando siempre salvaguardar el interés social. En caso de que el incumplimiento de estos deberes desencadene consecuencias dañinas para la sociedad, sus socios o terceros, los administradores serán responsables por ello. Se trata de una responsabilidad de naturaleza civil, distinta de la responsabilidad penal, fiscal, administrativa o de cualquier otra índole en la que podrían incurrir por la comisión de delitos o infracciones en áreas específicas durante el ejercicio de sus funciones³³.

La LSC dedica el Capítulo V de su Título VI a regular este sistema de responsabilidad jurídica de los administradores, que es común a las sociedades anónimas y limitadas. El art. 236.1 LSC establece como presupuestos para la activación de esta responsabilidad cualquier acto u omisión contraria a la ley o a los estatutos sociales y el incumplimiento de los deberes inherentes al desempeño del cargo. Además, se exige un elemento subjetivo: que en esa actuación del administrador medie dolo o culpa. Pues bien, toda conducta ilícita del administrador que genere un daño hacia la sociedad, sus socios o los acreedores, desencadenará esta obligación de resarcir los perjuicios causados. Se requiere, por tanto, una relación de causalidad entre la actuación y el daño producido para el nacimiento de la responsabilidad de los administradores.

³² *Id.*

³³ Zurita Vicioso, J. M., “La responsabilidad de los administradores”, *Revista Internacional de Doctrina y Jurisprudencia*, vol. 10, 2015, p. 2.

3.2.1. Los conflictos de interés

En lo que respecta a las posibles fuentes de esta responsabilidad, conviene abordar la cuestión de los conflictos de interés. Las operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A), y en particular los LBOs, son un escenario propicio para la aparición de conflictos de interés, pues en ellos los administradores deben conciliar los distintos intereses involucrados. En este contexto, su actuación se encuentra regulada principalmente por el principio del interés social, reflejado en el conjunto de deberes establecidos en los arts. 225 y ss. de la LSC.

En un LBO, los administradores pueden enfrentarse a conflictos de interés en dos planos: vertical (entre los administradores y los socios) y horizontal (entre los socios y, particularmente, entre mayoría y minoría). Los primeros surgen cuando el administrador debe decidir entre actuar en favor del interés social o priorizar intereses personales. El conflicto en el administrador nace porque, al fin y al cabo, actúa como un mandatario que se debe a su mandante (los socios), pero posee a su vez intereses personales y no puede atender adecuadamente a ambos. En estas situaciones, con arreglo a los deberes fiduciarios que recaen sobre los administradores, estos tienen la obligación de actuar a favor del interés social absteniéndose de buscar provechos particulares³⁴. Por su parte, los segundos se manifiestan cuando la operación beneficia a los socios de control en detrimento de los socios minoritarios. En todos estos casos, la LSC impone a los administradores la obligación de anteponer el interés social al de los *insiders* (ellos mismos o los socios de control) y garantizar la paridad de trato entre todos los accionistas³⁵.

Los administradores de la sociedad *Target* adquieren gran protagonismo en las operaciones de LBO principalmente por dos motivos. En primer lugar, poseen información muy valiosa sobre la sociedad y su funcionamiento gracias al derecho de información que les reconoce la normativa societaria, excediendo por tanto aquella a la que tienen acceso los propios socios de la compañía. En segundo lugar, el poder de

³⁴ Vives Ruiz, F., “La validez de los LBO en el Derecho español”, Tesis inédita. Universidad Pontificia Comillas (ICADE), Madrid, 2009.

³⁵ Paz-Ares Rodríguez, J. C. y Núñez-Lagos de Miguel, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 277-278.

actuación de los administradores en el contexto de un LBO puede llegar a ser muy significativo, tanto en la posibilidad de adoptar medidas destinadas a frustrar la operación como en que sean ellos mismos quienes tomen la iniciativa de compra de la sociedad³⁶. Los conflictos de interés pueden clasificarse en distintos niveles según su intensidad y el control que exige la normativa³⁷:

- a) Conflictos transaccionales (art. 229.1 LSC): se producen ante la contraposición de intereses derivada de la realización por parte del administrador de negocios u operaciones vinculados con la sociedad, transacciones que generen efectos perjudiciales para la misma o aquellas que se contraigan en beneficio del administrador. En el caso de un LBO, si el administrador tiene vínculos con la entidad que financió la adquisición, debe abstenerse de tomar decisiones que beneficien exclusivamente a este último, en perjuicio de la empresa adquirida. Este tipo de conflictos tratan de evitarse mediante un control *ex ante*, preventivo, apelando a la adopción de medidas necesarias para frenar estas situaciones (art. 228 e) LSC).
- b) Conflictos posicionales: estos no surgen por una ventaja económica directa, sino por el deseo del administrador de mantener su posición de poder. En el contexto de una adquisición apalancada, pueden manifestarse, por ejemplo, en la toma de decisiones estratégicas orientadas a favorecer su permanencia en el cargo, en lugar de maximizar el valor de la empresa. En estos casos, el derecho opta por un control *ex post*, evaluando si la decisión tomada por el administrador causó una lesión al interés social.
- c) Conflictos residuales: son conflictos de baja intensidad y normalmente irrelevantes para el derecho. Un buen ejemplo es el sesgo llamado "tendencia a construir imperios" (*empire-building*), que hace referencia a la propensión de los ejecutivos a negociar operaciones de adquisición de empresas con el fin de ampliar su ámbito de control y, con él, su poder. En el contexto de un LBO,

³⁶ Vives Ruiz, F., "La validez de los LBO en el Derecho español", Tesis inédita. Universidad Pontificia Comillas (ICADE), Madrid, 2009.

³⁷ Paz-Ares Rodríguez, J. C. y Núñez-Lagos de Miguel, R., "La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés", en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 278-280.

podría plantearse si el administrador de la sociedad *Target* promueve su adquisición para fomentar la expansión de su actividad empresarial y hacer crecer la compañía. No obstante, sería absurdo prohibir la participación en decisiones relativas a estas operaciones, especialmente por la aplicación del principio de protección de la discrecionalidad empresarial o *business judgement rule* (art. 226.1 LSC)³⁸, en el que profundizaremos más adelante. A grandes rasgos, el fundamento de este criterio es, por un lado, que se permita “valorar el comportamiento o actuación de los administradores sin tomar en consideración el resultado favorable o desfavorable de sus decisiones”³⁹; y por otro, “que el enjuiciamiento del cumplimiento del estándar de conducta exigido se aísle del enjuiciamiento de la razonabilidad o racionalidad de la decisión”⁴⁰. El derecho mercantil suele confiar en esta noción, lo cual dificulta impugnar este tipo de decisiones salvo que haya un claro perjuicio para la sociedad. Por ello, esta clase de supuestos se controlan a través de reglas competenciales y no tanto de conducta.

Realmente, la distinción entre los conflictos posicionales y residuales se basa en el grado de intensidad y en la naturaleza del interés implicado. Los conflictos posicionales no persiguen una ventaja económica directa, pero sí revelan un interés personal del administrador en mantener o reforzar su posición de poder dentro de la sociedad, lo que puede condicionar sus decisiones estratégicas. Por el contrario, los conflictos residuales responden a motivaciones aún más difusas, como el deseo de prestigio o reconocimiento, y es evidente que su conexión con una conducta jurídicamente reprochable es mucho más tenue. En este sentido, resulta cuestionable que merezcan siquiera la consideración de verdaderos conflictos de interés, pues no implican necesariamente una contraposición entre el interés personal y el interés social claramente identificable. Su mera existencia psicológica, como sucede con el fenómeno del *empire-building*, no basta para someterlos a una evaluación jurídica rigurosa, sino que, a nuestro juicio, los residuales constituyen

³⁸ Art. 226.1 LSC: “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”.

³⁹ Roncero Sánchez, A., “Protección de la discrecionalidad empresarial y cumplimiento del deber de diligencia”, en AA. VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2016, p. 383.

⁴⁰ *Id.*

no tanto una categoría autónoma de conflicto, sino más bien un plano especulativo cuya utilidad práctica en el derecho positivo es, como mínimo, discutible.

En definitiva, la aparición de estos conflictos de interés está directamente vinculada con el deber de lealtad de los administradores (art. 227 LSC). Los administradores que se vean afectados por una situación de conflicto de intereses, especialmente en la fase inicial de negociación de la operación de LBO, deberán ponerlo de manifiesto durante el proceso de deliberación absteniéndose de participar en la votación. Aquellas situaciones en las que se incumpla o se desprece el deber de lealtad, generando un perjuicio para la sociedad, socios o acreedores, pueden derivar en el nacimiento de responsabilidad para los administradores. Esta puede ser de naturaleza civil, cuando una actuación ilícita causa un daño o perjuicio a la sociedad, como se ha comentado previamente. Sin embargo, se podría incluso llegar a incurrir en responsabilidad concursal si la conducta de los administradores contribuye a una situación de insolvencia que conduzca a la disolución de la sociedad.

En conexión con este potencial nacimiento de responsabilidad, cabe destacar que la existencia de conflictos de interés no solo compromete el cumplimiento del deber de lealtad, sino que puede tener consecuencias especialmente graves cuando la sociedad atraviesa una situación de dificultad financiera. En estos contextos, la conducta del administrador adquiere una relevancia aún mayor, ya que sus decisiones pueden acelerar o mitigar una eventual situación de insolvencia. La gestión desleal o negligente, motivada por intereses ajenos al interés social, puede no solo generar responsabilidad societaria, sino también incidir en la responsabilidad concursal del administrador cuando dicha conducta contribuya de forma relevante al agravamiento del estado patrimonial de la sociedad. Por ello, resulta necesario analizar cómo se coordina la normativa societaria y concursal en los supuestos en que la sociedad incurre en causa legal de disolución y, a su vez, deviene insolvente.

3.2.2. Coordinación de la responsabilidad societaria y concursal

El art. 363 letra e) LSC dispone como causa de disolución de las sociedades de capital las “pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la

mitad del capital social, a no ser que éste se aumente o se reduzca en la medida suficiente, y siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso”. Esta situación, conocida como pérdidas cualificadas⁴¹, indica la existencia de un estado de crisis empresarial. Se considera que tiene una finalidad preconcursal o de prevención de la insolvencia⁴², evitando que las sociedades descapitalizadas continúen operando al exigir, o bien la remoción de la causa, o bien su disolución. Así, la eficacia de esta norma reside en el establecimiento de un deber legal vinculado a la existencia de esta causa y una responsabilidad derivada del incumplimiento de dicho deber⁴³.

Centrándonos en el objeto de nuestro estudio, la situación de pérdidas cualificadas podría darse en el caso de que la insuficiencia de fondos disponibles para el repago de la deuda obligara a la sociedad a recurrir a los resultados empresariales y a las reservas, minorando así el patrimonio neto social. Ante esta situación, los administradores tienen el deber de convocar la Junta General en el plazo de dos meses para decidir sobre la conveniencia de disolver la sociedad o eliminar la causa, a no ser que se solicite la declaración de concurso (art. 365 LSC). El incumplimiento de este deber de convocatoria deriva en el nacimiento de la responsabilidad solidaria de los administradores por las obligaciones sociales posteriores al acaecimiento de la causa de disolución (art. 367 LSC). Cabe destacar, no obstante, que la responsabilidad por las deudas sociales no excluye el ejercicio de la responsabilidad por daños, a pesar de que ambas tengan su origen en el incumplimiento del deber de promover la disolución, aunque la consecuencia jurídica es distinta⁴⁴.

En este ámbito existe una coordinación con la normativa concursal, ya que la LSC contempla la declaración del concurso como alternativa a la disolución de la sociedad cuando se estime procedente. El art. 5 de la Ley Concursal⁴⁵ (en adelante, “LC”) establece

⁴¹ Recamán Graña, E., “La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en situaciones de crisis empresarial”, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, *Dialnet*, 2015, p. 37.

⁴² Beltrán Sánchez, E., *La disolución de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1997, p. 115.

⁴³ Recamán Graña, E., “La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en situaciones de crisis empresarial”, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, *Dialnet*, 2015, p. 39.

⁴⁴ Martín de la Bárcena Garcimartín, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, Marcial Pons, Madrid, 2005, p. 353, expone que “los administradores que incumplen los deberes de promoción de la disolución devienen responsables solidarios de las deudas sociales y, al mismo tiempo, responden de los daños causados al patrimonio social por haberlo sometido a los riesgos propios de la actividad ordinaria de la sociedad en activo”.

⁴⁵ Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal (BOE 7 de mayo de 2020).

el deber de “solicitar la declaración de concurso dentro de los dos meses siguientes a la fecha en que hubiera conocido o debido conocer el estado de insolvencia actual”. Por lo tanto, resulta complejo determinar el modo de proceder de los administradores cuando, además de encontrarse la sociedad en una situación de sobreendeudamiento que exija la disolución, se halle también en situación de insolvencia actual⁴⁶. ¿Qué se entiende por insolvencia actual? El art. 2.3 LC la define como un estado en el que “el deudor que no puede cumplir regularmente sus obligaciones exigibles”. Pues bien, es necesario resolver si prevalece el deber de convocar la Junta para tratar la causa de disolución o el deber de solicitar el concurso ante la situación de insolvencia. Para contestar a esta cuestión, conviene distinguir las dos dimensiones de la Junta en este escenario: por un lado, foro de adopción de medidas de remoción de la crisis y, por otro, instrumento informativo⁴⁷.

Si se entiende que la convocatoria de la Junta únicamente tiene como fin la adopción del acuerdo de disolución o remoción de la situación de pérdidas, la concurrencia del deber de iniciar el procedimiento concursal ante el estado de insolvencia vacía de sentido la obligación societaria. Por el contrario, si se considera que la celebración de la Junta tiene carácter informativo, su finalidad será la de comunicar a los socios la situación de dificultad empresarial (la existencia de las pérdidas cualificadas), sin que ello interfiera en la solicitud del inicio del procedimiento concursal (ante la situación de insolvencia actual)⁴⁸.

En definitiva, en este contexto se interrelacionan tres modalidades de responsabilidad de los administradores: responsabilidad por los daños que pueden producirse por la falta de convocatoria de la Junta ante la concurrencia de una causa de disolución; responsabilidad concursal ante el incumplimiento del deber de solicitar la declaración de concurso en situación de insolvencia; y por último, la responsabilidad por obligaciones sociales posteriores al acaecimiento de la causa de disolución si no se convoca la Junta en plazo.

⁴⁶ Recamán Graña, E., “La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en situaciones de crisis empresarial”, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, *Dialnet*, 2015, p. 248.

⁴⁷ *Ibid.*, p. 249.

⁴⁸ *Ibid.*, pp. 249-251.

En este régimen, convendría aclarar la trascendencia de la responsabilidad por obligaciones sociales ante la falta de convocatoria de esta “Junta informativa” que hemos definido cuando concurren fundamentos disolutivos y concursales. Pues bien, esta tiene carácter sancionador para los administradores que permanecen inactivos ante la concurrencia de una causa de disolución, ya que transmiten una imagen irreal de normalidad societaria que crea un riesgo para el resto de operadores en el tráfico jurídico. De esta forma, si la insolvencia actual se produce con carácter previo a la situación de pérdidas cualificadas y los administradores inician el procedimiento concursal en plazo (y, con ello, se declara el concurso antes de que transcurra el término de dos meses para la convocatoria de la Junta “disolutiva”), la norma de responsabilidad por obligaciones sociales no operará nunca. No obstante, ello no impide que los administradores sean considerados responsables por los daños que los socios hayan sufrido derivados de la falta de información de la situación de pérdidas. En cambio, si no se iniciara el procedimiento concursal ni se convocara la Junta en los dos meses legalmente establecidos, los administradores responderían por todas las deudas generadas desde la concurrencia de la causa de disolución hasta el inicio del concurso⁴⁹.

4. ANÁLISIS DEL DEBER DE DILIGENCIA EN EL LBO

4.1. Concepto y alcance del deber de diligencia

El deber general de diligencia está recogido en el art. 225 LSC, bajo el presupuesto de que los administradores deben desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos sociales con “la diligencia de un ordenado empresario”. Para ello, se recalca la consideración de la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a los administradores, subordinando sus intereses particulares al interés de la empresa. Como concreción de este deber, se impone una conducta que conlleve una implicación en la dirección y control de la sociedad de acuerdo con un nivel adecuado de dedicación y adoptando las medidas necesarias para ello. Por último, el artículo mencionado incluye

⁴⁹ *Ibid.*, p. 253.

como parte del deber de diligencia la obligación de exigir, y a su vez, el derecho de recabar, la información precisa para el cumplimiento de su cargo.

Este deber de conducta se configura como una obligación de medios y no de resultado, lo cual implica la imposición a los administradores del cumplimiento de una serie de pautas de comportamiento tendentes a maximizar la creación de valor de la sociedad. Esta obligación está además cualificada por un alto nivel de exigencia gestora, que se concreta en las obligaciones legales, estatutarias y reglamentarias que recaen sobre el administrador, y a la vez constituye una fuente autónoma de obligaciones concretas, pues establece un patrón de conducta que vincula al administrador en toda aquella actuación gestora que realice⁵⁰. El deber de diligencia se puede definir mediante su descomposición en distintas obligaciones: el deber de atención, el deber de profesionalidad, el deber de prudencia y el deber de vigilancia⁵¹.

La primera obligación, y que constituye el fundamento de todas las demás, se refiere al deber de atención que los administradores deben destinar a la dedicación de tiempo, esfuerzo y recursos necesarios para la ejecución eficaz de las tareas de gestión que le han sido encomendadas. Esta exigencia requiere de los administradores un grado de participación en la vida de la sociedad superior al simple cumplimiento de requisitos formales previstos en la legislación. Así, se requiere de los administradores que se involucren de manera activa en las actividades de gestión, seguimiento y supervisión propias de su cargo⁵².

En segundo lugar, podemos destacar el deber de profesionalidad, que conecta directamente con la expresión de “ordenado empresario” que recoge el art. 225 LSC. Este mandato exige a los administradores el dominio de una serie de conocimientos que les permitan desempeñar las labores de gestión con la necesaria competencia. La normativa de sociedades de capital no establece ninguna cualificación ni requisitos de formación para desempeñar el cargo. Sin embargo, se espera de los administradores, por una parte,

⁵⁰ Esteban Velasco, G., “Responsabilidad civil de los administradores”, en Montoya Melgar, A. (dir.), *Enciclopedia Jurídica Básica*, Civitas, Madrid, 1995, p. 5912.

⁵¹ Ribas Ferrer, V., “El Deber de Diligente Administración”, en Rojo Fernández Río, A. J. (coord.) y Beltrán Sánchez, E. M. (coord.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Thomson Reuters, Madrid, 2011, pp. 1615 - 1621 y ss.

⁵² *Id.*

que conozcan los deberes y obligaciones jurídicas propias de su función, y, por otra parte, que cuenten con nociones básicas y experiencia en las actividades propias de la empresa que gestionan⁵³. El estándar de diligencia tiene un carácter típico y objetivo, de manera “que se debe valorar, no conforme a circunstancias personales del administrador, sino conforme a las aptitudes y conocimientos exigidos objetivamente por la función atribuida y de acuerdo con el tipo de relación que estamos considerando”⁵⁴.

En tercer lugar, el deber de prudencia se relaciona con el riesgo y ventura propios de cualquier explotación empresarial, que supone necesariamente la asunción de ciertos peligros o incertidumbres. En este punto se refleja muy claramente la configuración del deber de diligencia como obligación de medios, pues la incertidumbre constituye un elemento inherente en los negocios y el fin no se puede garantizar enteramente. No obstante, los administradores, en la toma de decisiones, deben atender siempre a la observancia de una razonable moderación y discernimiento. En el ejercicio de sus funciones, esta tarea se materializa en la obligación de informarse y conocer los riesgos, realizar las pertinentes evaluaciones, tomar cautelas, etc.⁵⁵ En relación con este punto, a efectos de apreciar la falta de diligencia, se tienen en cuenta dos elementos: la exigencia de un determinado grado de discernimiento en el agente (la imputabilidad) y la ausencia de una situación en la que sea inexigible obrar de otro modo (la inexigibilidad). De esta manera, existirá omisión de la diligencia debida cuando el perjuicio antijurídico causado era previsible para un buen administrador en las circunstancias del caso (considerando el encargo asignado y sus competencias específicas) y susceptible de ser evitado con el empleo de la diligencia exigida⁵⁶.

Finalmente, el deber de vigilancia de los administradores se refiere al control que estos deben ejercer internamente en la sociedad. Esta supervisión supone asegurarse de que los distintos integrantes de la empresa cumplen con los deberes propios de su cargo y conlleva, además, monitorizar y reportar las conductas desleales o interesadas que

⁵³ *Id.*

⁵⁴ Esteban Velasco, G., “Responsabilidad civil de los administradores”, en Montoya Melgar, A. (dir.), *Enciclopedia Jurídica Básica*, Civitas, Madrid, 1995, p. 5913.

⁵⁵ Ribas Ferrer, V., “El Deber de Diligente Administración”, en Rojo Fernández Río, A. J. (coord.) y Beltrán Sánchez, E. M. (coord.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Thomson Reuters, Madrid, 2011, pp. 1615 - 1621 y ss.

⁵⁶ Esteban Velasco, G., “La acción individual de responsabilidad”, en Rojo Fernández Río, A. J. (dir.) y Beltrán Sánchez, E. M. (dir.), *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 5ª ed., Tirant lo Blanch, Madrid, 2013, p. 183.

podrían darse en el ámbito interno de la sociedad⁵⁷. Este mandato está directamente relacionado con el deber de información que expondremos a continuación. En el ámbito de la responsabilidad de los administradores, mantenerse actualizado sobre información relevante es imprescindible en cualquier proceso decisional. En efecto, antes de adoptar cualquier decisión, los administradores han de valorar la calidad de la información disponible, especialmente si es fiable, creíble y suficiente. En caso de que la información falle en alguno de estos aspectos, deberían buscar o recabar nueva información para suplir o completar estos defectos. Si no lo hicieran, se incrementarían los riesgos de que su decisión no fuera óptima y, por lo tanto, podría decirse que, al menos en términos genéricos, no habrían actuado con diligencia⁵⁸.

4.2. El deber de información activa y pasiva y la adopción de medidas adecuadas

Al margen de las conductas y deberes específicos que ayudan a concretar el contenido del deber general de diligencia, destaca la mención expresa del art. 225.3 LSC al deber de informarse diligentemente. Queda definido como aquel consistente en exigir y recabar de la sociedad “la información adecuada y necesaria que le sirva para el cumplimiento de sus obligaciones”. De hecho, llama la atención que en la redacción se le atribuye la calificación tanto de deber como de derecho. Esto implica que la obligación de estar informado solo podrá ejercitarse si existe al mismo tiempo un derecho que les facilite a los administradores el acceso a la información necesaria de la sociedad. En consecuencia, el derecho a recabar información supone una herramienta de la que dispone el administrador para hacer efectivo su deber de estar informado. En relación con esta interpretación de derecho-deber, podemos diferenciar una dimensión activa (exigir y recibir información de los distintos participantes en la vida de la sociedad) y una dimensión pasiva (informarse por iniciativa propia).

La importancia del deber de informarse del administrador deriva de la vinculación entre información y gestión adecuada. El conocimiento del contexto en el que se

⁵⁷ Ribas Ferrer, V., “El Deber de Diligente Administración”, en Rojo Fernández Río, A. J. (coord.) y Beltrán Sánchez, E. M. (coord.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Thomson Reuters, Madrid, 2011, pp. 1615 - 1621 y ss.

⁵⁸ Velasco San Pedro, L. A., “La información en el consejo de administración: derechos y deberes del consejo y de los consejeros”, en Esteban Velasco, G., (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 1999, p. 343.

desenvuelve la compañía es imprescindible para que el administrador pueda actuar de manera diligente. Por lo tanto, podemos afirmar que su capacidad de ser diligente dependerá directamente de lo informado que esté sobre la marcha de la sociedad⁵⁹. Además, la información a recabar incide sobre los distintos ámbitos de actuación de los administradores: desde el desarrollo de las funciones elementales de su cargo hasta la supervisión y control ejercidos sobre los órganos delegados, rechazando la ley la figura del “consejero durmiente” o desinteresado⁶⁰.

Como primera aproximación, el deber de informarse pretende establecer un estándar de conocimiento exigible a los administradores sobre la marcha de la sociedad, acerca de información considerada imprescindible para el correcto desempeño del cargo y, en especial, para la diligente toma de decisiones de gestión. En cuanto al ámbito material de este deber, podemos encuadrarlo como toda aquella materia que haga referencia al desarrollo del objeto social. No obstante, dada la amplitud de esta expresión, resulta conveniente precisar su grado de profundidad y extensión. En este sentido, a los efectos de concretar el contenido, podemos fijar como umbral mínimo el informe de gestión que acompaña a las cuentas anuales⁶¹ y, partiendo de esta base, el administrador tiene la obligación constante de conocer “aquellos hechos que de modo más significativo incidan sobre la actividad empresarial”⁶².

Existen dos criterios comúnmente tratados en la doctrina para definir una actuación como diligente: la relevancia y la razonabilidad⁶³. Ambos criterios contribuyen a determinar cuál es la información que los administradores deben conocer. Sin embargo, *a priori*, parece que resulta más sencillo objetivar la relevancia de una información que la razonabilidad de su obtención, pues esta última depende, en gran medida, del juicio o

⁵⁹ Sánchez Calero, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, 2ª ed., Civitas, Madrid, 2007, p. 186.

⁶⁰ Juste Mencía, J. y Igartua Arregui, F., “Deberes de los administradores (reforma de la LSA por la Ley de Transparencia)”, *Revista de derecho de sociedades*, n. 24, 2005, p. 85: “la ley rechaza la figura del “consejero durmiente” o desinteresado, lo que puede reputarse conveniente a la vista de que el consejo (de las grandes sociedades) parece estar llamado a cumplir funciones de mera supervisión, y ha de estar integrado por una mayoría de consejeros externos, cuya función ha de apoyarse en una información suficiente, que en principio deben recabar del Secretario del Consejo de administración”.

⁶¹ Salelles Climent, J.R., *El funcionamiento del consejo de administración*, Civitas, Madrid, 1995, p. 351-352.

⁶² *Ibid.*, p. 352.

⁶³ Recamán Graña, E., “La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en situaciones de crisis empresarial”, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, *Dialnet*, 2015, p. 136.

circunstancias personales del administrador. Por consiguiente, decimos que el criterio de la razonabilidad entra en juego posteriormente, a la hora de recabar dicha información considerada relevante.

Así, podría darse el supuesto de que el administrador desconozca cierta información significativa pese a haber cumplido con unos estándares de razonabilidad suficiente a la hora de intentar recabarla, en cuyo caso no le sería imputable la responsabilidad por los potenciales daños. Esto podría ocurrir, por ejemplo, si el subordinado a quien el administrador consulta le oculta dolosamente información clave. En definitiva, es conveniente distinguir cuál es la información sobre la que cualquier administrador diligente debe estar al tanto, de cuáles son las circunstancias por las que el administrador la conocía o desconocía. En consecuencia, “determinada la importancia de la información, cuestión distinta será la de si cabe imputar o no a cada uno de los administradores el desconocimiento de la misma”⁶⁴.

Para finalizar, el deber de información asume un papel significativo en relación con la exoneración de la responsabilidad societaria *ex art. 237 LSC*. Dicho artículo establece el carácter solidario de la responsabilidad de todos los miembros del órgano de administración ante la adopción de un acuerdo o la realización de un acto lesivo, a excepción de “los que prueben que, no habiendo intervenido en su adopción y ejecución, desconocían su existencia o, conociéndola, hicieron todo lo conveniente para evitar el daño o, al menos, se opusieron expresamente a aquél”. Por lo tanto, resulta evidente la trascendencia del deber de información, pues aquel administrador que diligentemente se informe acerca de un determinado acuerdo societario y, tras advertir su carácter perjudicial para la sociedad, se resista a su adopción o trate de paliar sus efectos negativos, quedará absuelto de la responsabilidad exigible.

En conclusión, y para aplicarlo a nuestro objeto de estudio, el deber de información es clave en un contexto de dificultad empresarial en el que la compañía se encuentra limitada para actuar debido a su elevado nivel de deuda. Si los administradores toman decisiones de gestión perjudiciales para la sociedad, socios o terceros, sin tener en cuenta dichas circunstancias, esta desinformación habrá de ser considerada culposa.

⁶⁴ *Ibid.*, p. 137.

Además, ese desconocimiento será insuficiente para exonerar de la responsabilidad societaria, siempre que se derive de la inobservancia de los estándares relativos al diligente cumplimiento del deber de mantenerse informado, que requieren el establecimiento de estructuras que garanticen un flujo de información suficiente.

4.3. La diligencia de un ordenado empresario: implicaciones en los LBOs/ MBOs

Para comprender las implicaciones del deber de diligencia en el tema que nos ocupa, debemos esclarecer qué se entiende por el comportamiento de un “ordenado empresario” en el contexto de una adquisición apalancada. El primer elemento de dicha caracterización es el contenido de la obligación. Esta se compone de una dimensión objetiva, integrada por las obligaciones impuestas a los administradores para cada determinada situación en que se encuentra sociedad o tipo de operación específica que se realice; y de una dimensión subjetiva, cuya pretensión es adaptar la actuación gestora del administrador según sus circunstancias particulares⁶⁵. En esencia, un administrador diligente en el contexto de un LBO debe asegurarse de que la operación no comprometa la estabilidad financiera de la sociedad adquirida. Esto implica adoptar las medidas necesarias para evaluar la viabilidad de la estructura de financiación, evitar niveles de apalancamiento excesivos y garantizar que la empresa pueda generar los recursos suficientes para hacer frente a sus obligaciones.

El segundo elemento hace referencia al ámbito de aplicación de la diligencia, siendo este las funciones realizadas en el desempeño del cargo. En este punto la doctrina distingue dos variables: la posición interna y función asignada al administrador y el contexto en que se desenvuelve el desempeño del cargo (el tipo de empresa, el ámbito espacial o temporal, etc.)⁶⁶. La primera variable se ha recogido en la norma, introduciendo una modulación de la cláusula general dependiendo de “la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas” (art. 225.1 LSC). En relación con esta cuestión, la doctrina apunta la importancia de no confundir la relevancia de la posición y función que desempeñe el administrador individualmente, con las específicas aptitudes personales que tenga el

⁶⁵ Esteban Velasco, G., “Responsabilidad civil de los administradores”, en Montoya Melgar, A. (dir.), *Enciclopedia Jurídica Básica*, Civitas, Madrid, 1995, p. 5913.

⁶⁶ Quijano González, J., “Deber de diligencia”, en Alonso Ledesma, C. (dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel, Madrid, 2006, pp. 424-425.

mismo. Lo primero modula el contenido del deber de diligencia; mientras que lo segundo hace referencia a circunstancias personales del sujeto, que resultan ajenas a la construcción de este deber⁶⁷. La segunda variable, relativa al contexto, cobra especial relevancia en el tema tratado en el presente trabajo. Ante una situación de elevado grado de endeudamiento, como ocurre en un LBO, es crucial determinar qué supone y cómo se materializa una actuación diligente por parte del administrador. En principio, esta coyuntura societaria vinculará al administrador a ejercer un control más exhaustivo sobre la evolución financiera de la sociedad, debiendo prever posibles dificultades y actuar en consecuencia.

Cabe señalar que, en caso de que el sobreendeudamiento derivara en una situación de insolvencia, el administrador sólo podría actuar de manera diligente valorando dicha circunstancia a la hora de gestionar la sociedad, para lo cual, necesariamente, tiene que ser consciente de la existencia de la misma. Como hemos visto, existe un deber exigible al administrador de informarse sobre la marcha de la sociedad que habrá de incluir, indispensablemente, aquellas circunstancias que puedan poner en peligro su supervivencia⁶⁸. No obstante, previamente a la concurrencia de la propia crisis, debemos referirnos a la conducta tendente a tratar de evitarla. El administrador diligente será aquel que establezca los mecanismos necesarios para llevar un control de la situación económico-financiera de la sociedad, que le permitan supervisar la evolución del apalancamiento y evitar el incumplimiento de obligaciones. La falta de sistemas adecuados para monitorear la situación financiera podría ser considerada una negligencia grave, ya que impediría detectar a tiempo problemas de liquidez o dificultades para afrontar los pagos de la deuda.

Sin embargo, la diligencia exigida al administrador sigue siendo vinculante incluso cuando, pese a la existencia de esos mecanismos de supervisión, la empresa empezara a mostrar signos de dificultades financieras. En estos casos, el administrador diligente debe evitar cualquier gestión que agrave la situación. A modo de ejemplo, actuaciones consistentes en continuar con políticas de reparto de dividendos, asumir

⁶⁷ Esteban Velasco, G., “Responsabilidad civil de los administradores”, en Montoya Melgar, A. (dir.), *Enciclopedia Jurídica Básica*, Civitas, Madrid, 1995, p. 5913.

⁶⁸ Recamán Graña, E., “La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en situaciones de crisis empresarial”, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, *Dialnet*, 2015, p. 131.

nuevos compromisos financieros o no solicitar el concurso a tiempo cuando proceda, se alejan del estándar de diligencia expuesto.

Por otro lado, a la hora de amortizar la deuda contraída para financiar el LBO, el administrador diligente debe evitar que se emplee la técnica del *asset stripping*, asegurándose de que cualquier desinversión de los activos de la sociedad no comprometa su viabilidad. Por ejemplo, si la venta de activos estratégicos deja a la empresa sin capacidad operativa suficiente para generar ingresos, el administrador podría ser considerado responsable de una gestión negligente.

Teniendo en cuenta todas las precauciones expuestas, la gestión que carezca de dichos medios de control financiero y resulte en un desconocimiento del estado de crisis de la sociedad, constituirá un comportamiento reprochable para el administrador. En consecuencia, serán objeto de recriminación las actuaciones u omisiones que se hubieran realizado obviando el estado de dificultad y que hubieran derivado en un perjuicio para la sociedad, los socios e incluso terceros.

Resulta interesante también realizar una breve mención al papel del deber de diligencia en los MBOs, donde la adquisición de la sociedad es promovida por sus propios administradores. En estos casos, el deber de diligencia se ve reforzado por el deber de lealtad, ya que su doble rol como gestores y compradores puede generar conflictos de interés. Por lo tanto, deben abstenerse de tomar cualquier decisión que favorezca exclusivamente su nuevo *status* de propietarios, en perjuicio de los socios minoritarios o los acreedores. Este riesgo es particularmente relevante en situaciones donde los administradores, aprovechando su acceso privilegiado a la información de la empresa, estructuran la operación en condiciones ventajosas para sí mismos; por ejemplo, adquiriendo la compañía por debajo de su valor real. En estos supuestos, la falta de transparencia o de medidas que garanticen la equidad en la transacción podría considerarse una vulneración de los principios de buena fe y diligencia⁶⁹.

Por último, tras exponer las distintas manifestaciones e implicaciones del deber de diligencia, debemos concluir que la limitación de los administradores al cumplimiento

⁶⁹ Mullerat Balmaña, R. M., “Management and Leveraged Buy-Outs (adquisición de sociedades por sus propios directivos) aspectos jurídicos”, *Revista Jurídica de Catalunya*, vol. 90, n. 2, 1991, pp. 338-339.

de los requerimientos o exigencias legalmente establecidos ante una situación de crisis empresarial no es suficiente para calificar una actuación como diligente. En consecuencia, una actuación acotada a la observancia normativa no tiene por qué implicar la exclusión, en todo caso, de la responsabilidad societaria por daños. Ante una situación contable de pérdidas que derive en la necesaria disolución de la sociedad, resultaría conveniente la valoración y adopción de medidas accesorias a las legalmente establecidas⁷⁰. En definitiva, el comportamiento derivado de lo exigido por el estándar de diligente administración puede condicionar que el mero cumplimiento de los deberes legalmente dispuestos sea considerado incluso negligente.

4.4. Jurisprudencia relevante sobre el deber de diligencia

Tal y como se ha expuesto, el deber de diligencia entraña la obligación de supervisar la sociedad de una manera activa y continuada, adoptando las medidas convenientes para el efectivo control de la actividad de la sociedad. Además, los administradores deben exigir (y tienen el derecho de recibir) la información adecuada y precisa para poder ejercer el cargo y cumplir sus funciones. Debemos recordar también que el estándar de diligencia exigible no siempre es el mismo, sino que depende de la naturaleza del cargo y de las funciones atribuidas.

La Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, introdujo importantes cambios relativos al órgano de administración en la LSC. De hecho, en su Preámbulo (apartado V) se menciona que uno de sus objetivos consiste en la “tipificación más precisa de los deberes de diligencia y lealtad y de los procedimientos que se deberían seguir en caso de conflicto de interés”. Una de las novedades más destacadas de esta reforma fue el reconocimiento por primera vez en nuestro ordenamiento del denominado principio de protección de la discrecionalidad empresarial o regla del juicio empresarial (*business judgement rule*) en las decisiones estratégicas y de negocio⁷¹.

⁷⁰ Rojo Fernández-Río, A., “Los deberes legales de los administradores en orden a la disolución de la sociedad de capital como consecuencia de pérdidas”, en AA. VV., *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje Fernando Sánchez Calero*, vol. II, McGraw Hill, Madrid, 2002, p. 1468.

⁷¹ Art. 226.1 LSC: “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

De acuerdo con la doctrina⁷², la finalidad de la norma es proteger la discrecionalidad empresarial, siempre y cuando los administradores cumplan con los cuatro parámetros recogidos en el art. 226.1 LSC: buena fe, inexistencia de interés personal en el asunto objeto de decisión, suficiencia de la información y adopción de la decisión con arreglo a un procedimiento adecuado. Otro aspecto muy relevante recalcado por la doctrina es que la responsabilidad de los administradores sobre un proyecto empresarial no podrá depender del éxito o fracaso obtenido en él. Al fin y al cabo, toda operación empresarial conlleva riesgos y ello no puede determinar un agravamiento o atenuación de la responsabilidad de los administradores. Lo verdaderamente significativo es que la adopción de la decisión estratégica haya venido precedida de un procedimiento de decisión adecuado y conforme. Se trata, en realidad, de una regla para limitar el alcance del control judicial, para evitar así que las decisiones empresariales sean sustituidas o moduladas por los criterios de un juez en relación con los daños causados en un supuesto de responsabilidad por negligencia⁷³.

Así, en caso de que los administradores cometan errores en la toma de decisiones de la gestión empresarial, estos no derivarán de manera necesaria en su consideración como responsables frente a la sociedad, sus socios o los terceros por los daños ocasionados. Si cualquier mala decisión empresarial fuese considerada una conducta negligente y originara responsabilidad por los perjuicios causados, se estaría desincentivando gravemente el fomento de proyectos innovadores, que por su propia naturaleza comportan mayores riesgos. En definitiva, las decisiones estratégicas y de negocio que se adoptan constantemente en la administración de una sociedad no constituyen un sistema regido por reglas fijas, sino que implican necesariamente una cierta dosis de discrecionalidad.

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”.

⁷² Cerrato Crespán, I., “El deber general de diligencia de los administradores y la protección de la ‘discrecionalidad empresarial’”, en Arias Varona, F. J. (coord.) y Recalde Castells, J. (coord.), *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo: Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Dykinson, Madrid, 2015, pp. 75-84.

⁷³ Díaz Moreno, A., “La business judgment rule en el Proyecto de Ley de modificación de la Ley de Sociedades de Capital”, *Análisis GA&P*, 2014, p. 5.

El criterio más equilibrado se basa en considerar que el cumplimiento de los presupuestos de la *business judgement rule* no debe excluir por completo la posibilidad de exigir responsabilidad a los administradores (por infracción del deber de diligencia), aunque reduce esta a casos excepcionales en los que la decisión aparezca desprovista de toda racionalidad. De hecho, el juicio sobre la racionalidad de la decisión de los administradores está implícito en el propio examen de la concurrencia de los presupuestos de la regla. Por lo tanto, no puede considerarse que concurren dichas premisas si la decisión es irracional, por ejemplo, porque conlleva la asunción de un riesgo innecesario o excesivo. En consecuencia, si la decisión es irracional, no puede entenderse que haya sido adoptada conforme a un procedimiento de decisión adecuado, ni tampoco de buena fe⁷⁴.

En realidad, este principio de protección de la discrecionalidad empresarial, de origen norteamericano, ya había sido acogida por nuestros tribunales, con anterioridad a la reforma de 2014. Una referencia de gran valor, gracias a la claridad de su contenido, es la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, sec 28ª, de 13 de septiembre de 2007⁷⁵. En ella se resuelve sobre la acción individual de responsabilidad de los administradores sociales, recogiendo las siguientes consideraciones:

Es evidente que la decisión empresarial adoptada es discutible, como toda decisión de esta naturaleza, puesto que la administración y dirección de empresas no es una ciencia exacta, y más aún cuando pasado cierto tiempo, es posible ahora conocer las consecuencias de la decisión empresarial adoptada por el órgano de administración, mientras que en el momento en que los administradores adoptaron el acuerdo esto no era posible (...). Pero la prueba obrante en autos muestra que se trató de un acuerdo (...) adoptado tras el acopio y análisis de información rigurosa, a la vista de circunstancias que generaban serias dudas sobre la rentabilidad del negocio a acometer, con criterios de racionalidad y encaminado a la protección del interés social.

A raíz de esta resolución, puede extraerse que el cumplimiento del deber de diligencia no se mide por el resultado de la actuación, sino por el proceso de toma de la decisión. En consecuencia, se refuerza la idea de que se trata de una obligación de medios

⁷⁴ Roncero Sánchez, A., “Protección de la discrecionalidad empresarial y cumplimiento del deber de diligencia”, en AA. VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2016, pp. 383-423.

⁷⁵ Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, sec 28ª, núm. 168/2007, de 13 de septiembre de 2007, FJ VI [versión electrónica – base de datos v|lex. Ref. APM2007/11813]. Fecha de la última consulta: 8 de marzo de 2025.

y no de resultado, y que la responsabilidad solo puede surgir si se acredita una actuación contraria al estándar de diligencia exigible según las circunstancias del caso.

En el mismo sentido, en resolución de una acción social de responsabilidad, cabe mencionar la Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra, sec 1ª, de 24 de enero de 2008⁷⁶:

Debe comprenderse que la actividad de administración de la empresa social está sometida al denominado riesgo empresarial, esto es, la posibilidad de que el desarrollo de aquella actividad menoscabe el patrimonio social (...). La obligación de los administradores no es asegurar el éxito económico de la empresa social, sino desempeñar el cargo persiguiendo los intereses de la sociedad (...). Debe mantenerse un espacio de discrecionalidad en las decisiones empresariales que impide su estricto enjuiciamiento con un examen ex post por parte de los Tribunales.

De esta manera, se refuerza la idea de que la responsabilidad de los administradores no puede fundarse únicamente en el resultado económico de sus decisiones. No existe correlación entre la satisfacción del deber de diligencia y el éxito económico de una operación, por lo que es posible que de una administración diligente resulten daños al patrimonio social. La *business judgment rule* actúa así como una garantía de que el juicio sobre la actuación del administrador no se realice con el sesgo que produce el conocimiento posterior del desenlace económico.

5. RELACIÓN ENTRE ADQUISICIONES APALANCADAS, INSOLVENCIA Y DEBER DE DILIGENCIA

5.1. Análisis de la posible relación causal entre LBO e insolvencia

A lo largo del presente trabajo, hemos expuesto los distintos riesgos e incertidumbres que conllevan las adquisiciones apalancadas, poniendo el foco en el papel de los administradores de la sociedad adquirida. No obstante, no debemos pasar por alto las ventajas económicas que llevan aparejadas las operaciones de LBO, como pueden ser

⁷⁶ Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra, sec 1ª, núm. 50/2008, de 24 de enero de 2008, FJ VII [versión electrónica – base de datos v|lex. Ref. APPO2008/173]. Fecha de la última consulta: 8 de marzo de 2025.

el impulso de la distribución y movilidad eficiente de los activos empresariales y el aumento de la productividad. Además, el apalancamiento financiero tiene un impacto positivo a efectos de ahorro fiscal, pues el pago de intereses es deducible fiscalmente, minorando así el resultado contable sobre el que se aplica el tipo impositivo del Impuesto de Sociedades. Es por ello que, estas operaciones, lejos de ser intrínsecamente perjudiciales, constituyen instrumentos de continua mejora de la gestión empresarial, traduciéndose en aumentos de valor para los socios. Es más, la realidad es que las compras apalancadas se producen en un escenario en el que se identifica una sociedad cuyo valor intrínseco es superior al valor que percibe el mercado⁷⁷.

Con todo, nuestro objeto de estudio reside en la dimensión negativa de los LBOs, y por ello nos centramos en sus inconvenientes, que pueden derivar en una situación de insolvencia. A estos efectos, resulta interesante observar los datos de la práctica de los negocios de capital riesgo a raíz de la crisis financiera global de 2008. Como consecuencia de la drástica caída del crédito, a partir de esta fecha se sucedió una oleada de quiebras. Inevitablemente, la inmensa mayoría de las empresas objeto de LBOs recientemente se vieron abocadas al concurso de acreedores o tuvieron que realizar reestructuraciones sustanciales para poder salir adelante. Encontramos con esto un paralelismo a finales de la década de los 80 en Estados Unidos, donde ocurrió un fenómeno similar en un escenario en el que se sucedieron un gran número de adquisiciones apalancadas a ritmos vertiginosos. De acuerdo con los estudios de mercado realizados, en 1991 una tercera parte de estas operaciones terminaron en concurso de acreedores o reorganizaciones empresariales⁷⁸.

Pues bien, el excesivo volumen de obligaciones de pago contraídas con ocasión de la adquisición puede entrañar graves riesgos para la sociedad. Al fin y al cabo, el peso del precio de compra satisfecho por los promotores del LBO acaba siendo en último término soportado por la propia sociedad *Target*, mediante sus resultados de explotación

⁷⁷ Carretero Pires, A., “Operaciones de compra apalancada de empresas y la creación de valor. El impacto de la estructura financiera”, Tesis doctoral, Universidad rey Juan Carlos, Madrid, *Dialnet*, 2017, pp. 128-131.

⁷⁸ Datos obtenidos de Álvarez Royo-Villanova, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *El Notario del Siglo XXI. Revista online Colegio Notarial de Madrid*, n. 34, noviembre-diciembre 2010 (disponible en <https://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>; última consulta 17/03/2025).

y determinados activos empresariales, que quedan sujetos al repago de la deuda. Estos compromisos pueden llegar a causar un daño patrimonial importante a la sociedad, ante una caída en los ingresos o un aumento inesperado de los costes que dé lugar a un desajuste de liquidez. Esta situación pondría en riesgo la continuidad de la explotación empresarial, situando a la compañía en una situación próxima a la insolvencia, con repercusiones importantes sobre sus empleados, proveedores y clientes y el mercado, en general.

Otro factor que puede contribuir a la insolvencia de la compañía está relacionado con la situación previa a la ejecución del LBO. Es muy probable que la sociedad *Target* contara ya con acreedores, como consecuencia de las deudas contraídas en el ejercicio habitual de la actividad empresarial, cuyos créditos fueran, por tanto, anteriores a la adquisición apalancada. Estos acreedores pasarían de tener un deudor con un nivel adecuado de solvencia, a otro altamente endeudado donde los elementos patrimoniales más valiosos habrían quedado afectos al reembolso de otra deuda distinta a la suya. Este escenario de sobreendeudamiento podría dar lugar a un agotamiento de la liquidez de la empresa, encontrándose esta incapaz de hacer frente a todas sus obligaciones. No obstante, pese a que el apalancamiento de los LBOs constituye una amenaza para este colectivo, existen medidas diseñadas para protegerlos, de forma que los acreedores pueden establecer contractualmente mecanismos que protejan sus créditos anticipándose a estos escenarios⁷⁹.

Asimismo, como ya hemos descrito a lo largo del trabajo, la falta de diligencia de los administradores también puede ser una causa directa de insolvencia en un LBO, especialmente si adoptan decisiones que aumentan el riesgo financiero de la empresa o ignoran señales claras de deterioro económico. Conductas negligentes que demuestren desconsideración ante la situación de estrés financiero o incluso la convocatoria tardía de la Junta General para proponer medidas correctoras pueden contribuir a la insolvencia. Del mismo modo, los administradores podrían llegar a recurrir a financiación adicional,

⁷⁹ Cabe destacar que la LME prevé medidas de protección para los acreedores de sociedades que participen en una modificación estructural. Concretamente, el art. 13 LME está dedicado a esta cuestión, disponiendo mecanismos para que “los acreedores cuyos créditos hayan nacido con anterioridad a la publicación del correspondiente proyecto (de modificación estructural), aun no hayan vencido en el momento de dicha publicación, que no estén conformes con las garantías ofrecidas o con la falta de ellas” puedan ampliarlas o solicitar unas nuevas.

con el fin de mejorar temporalmente la liquidez, pero careciendo de garantías suficientes de repago, agravando así la situación financiera de la empresa en lugar de resolverla.

Finalmente, resulta interesante mencionar la influencia de la situación macroeconómica en el éxito de las adquisiciones apalancadas. Estas operaciones proliferan en épocas de expansión económica con tipos de interés reducidos, en las que hay una mayor tendencia a otorgar créditos y las empresas aumentan sus niveles de apalancamiento gracias al menor coste de financiación. En cambio, en épocas de ralentización del crecimiento económico, caen los beneficios de las compañías y el valor de sus activos, y a ello se suma la dificultad para obtener créditos bancarios. Este escenario conduce a impagos en la amortización de los préstamos contraídos por muchas empresas objeto de operaciones de LBO, las cuales se ven abocadas a efectuar importantes procesos de reestructuración o incluso solicitar el concurso de acreedores⁸⁰.

5.2. Evaluación del cumplimiento del deber de diligencia en casos de insolvencia: el caso Alcoa

Con la finalidad de evaluar el cumplimiento del deber de diligencia en operaciones de adquisiciones apalancadas que devienen insolventes, en el siguiente apartado se examinará un caso real de LBO ocurrido recientemente en España, poniendo el foco en la conducta de los administradores. A través de este análisis, se pretende determinar si los administradores adoptaron las decisiones adecuadas en función de la información disponible y las circunstancias del mercado, o si, por el contrario, incurrieron en una conducta negligente que pudo agravar o precipitar la situación de insolvencia de la sociedad. El objetivo es establecer los parámetros que delimitan la responsabilidad de los administradores en este tipo de operaciones y evaluar el impacto de su conducta en la viabilidad de la sociedad.

⁸⁰ Álvarez Royo-Villanova, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *El Notario del Siglo XXI. Revista online Colegio Notarial de Madrid*, n. 34, noviembre-diciembre 2010 (disponible en <https://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>; última consulta 17/03/2025).

El caso trata sobre la adquisición de dos subsidiarias de la compañía Alcoa por parte de Parter Capital Group AG, un grupo de inversión suizo⁸¹. En 2019, Alcoa, multinacional productora de aluminio, vendió por el precio simbólico de un euro sus plantas de aluminio en Avilés y La Coruña a una firma de inversión privada, con el compromiso de mantener el empleo durante al menos dos años y promover proyectos de reindustrialización⁸². No obstante, pocos meses después, Parter Capital revendió las plantas al Grupo Industrial Riesgo⁸³, operación financiada mediante un préstamo de 13 millones de euros procedentes de la tesorería de las propias plantas, sin que existieran garantías claras de devolución⁸⁴. Este préstamo, que quedó sin reembolsar, evidenció un vaciamiento patrimonial en perjuicio de la sociedad.

A lo largo del proceso se detectaron múltiples irregularidades. Entre ellas, la falta de formulación de las cuentas anuales del ejercicio 2018–2019, el mantenimiento de contratos con clientes deficitarios y operaciones contables cuestionables que inflaron artificialmente el valor de las plantas⁸⁵. Estas prácticas, atribuidas a los administradores, reflejan una gestión carente de control y transparencia.

⁸¹ En Alcoa Corporation, “PARTER Capital Group AG adquiere las plantas de Alcoa en Avilés y La Coruña”, *Alcoa. Comunicados de Alcoa*, 31 de julio de 2019 (disponible en <https://www.alcoa.com/spain/es/news/releases?id=2019/07/parter-capital-group-ag-adquiere-las-plantas-de-alcoa-en-aviles-y-la-coruna&year=y2019>; última consulta 11/03/2025): “PARTER Capital Group AG, un grupo de inversión suizo independiente, se ha especializado con éxito durante más de 20 años en la adquisición de filiales de grupos industriales principales que ya no son negocios principales o se enfrentan a situaciones complejas. PARTER Capital Group AG invierte en industrias tradicionales y las gestiona como inversores industriales con el objetivo a largo plazo de realinear estratégicamente las empresas adquiridas y llevarlas a un crecimiento sostenible”.

⁸² *Id.*

⁸³ Cotizalia, “El inversor que compró las plantas de Alcoa las vende ahora por la crisis del coronavirus”, *El Confidencial*, 15 de abril de 2020 (disponible en https://www.elconfidencial.com/empresas/2020-04-15/el-inversor-que-compro-las-plantas-de-alcoa-las-vende-ahora-por-la-crisis-del-coronavirus_2550748/; última consulta 12/03/2025).

⁸⁴ Dicho préstamo de Parter Capital para financiar el precio de compra del Grupo Riesgo se concedió bajo el compromiso de restituir dicha cantidad, aunque condicionado a la “continuidad en la gestión”. Sin embargo, no se encontraron evidencias de que el dinero prestado hubiera sido devuelto a las cuentas de la empresa. Al contrario, fue a parar a la sociedad Blue Motion Technologies, empresa que el fondo suizo utilizó en su día para comprar las plantas a Alcoa (Morcillo, N., “El caso Alcoa, pendiente de la información de Suiza sobre el paradero de 13 millones”, *CincoDías*, 11 de noviembre de 2023 (disponible en <https://cincodias.elpais.com/companias/2023-11-11/el-caso-alcoa-pendiente-de-la-informacion-de-suiza-sobre-el-paradero-de-13-millones.html>; última consulta 12/03/2025)).

⁸⁵ La auditoría interna reveló que no se formularon las cuentas anuales del ejercicio anterior a la venta y que las plantas mantenían relaciones comerciales con clientes no rentables. Además, se denunció que su valor había sido sobreestimado respecto a su verdadera situación financiera (Europa Press Economía Finanzas, “Grupo Riesgo avisa de ‘numerosas irregularidades’ en la gestión de las antiguas plantas de Alcoa”, *Europa Press*, 26 de mayo de 2020 (disponible en <https://www.europapress.es/economia/noticia-grupo-riesgo-avisa-numerosas-irregularidades-gestion-antiguas-plantas-alcoa-20200526141937.html>; última consulta 12/03/2025)).

Por añadidura, más tarde se descubrió que Parter Capital había sido condenado en Francia por quebrar dos empresas con prácticas similares a las aplicadas en las plantas de Alcoa. Esta información puso en evidencia y cuestionó gravemente la diligencia en la decisión de venta de Alcoa. En especial, porque en el momento de la firma del contrato, los comités de empresa solicitaron una auditoría independiente que certificase la solvencia industrial y económica de Parter Capital, pero Alcoa se negó⁸⁶.

Dada la gravedad de la situación, la Audiencia Nacional intervino las plantas en 2021, señalando que la segunda venta fue el primer paso de una estrategia de descapitalización progresiva mediante la extracción y desvío de activos a estructuras societarias vinculadas⁸⁷. Además, la resolución del caso ha revelado que, de forma previa a la segunda venta, el administrador de las plantas ordenó transferencias desde las cuentas bancarias de la sociedad a cuentas suizas de empresas que él controlaba. Finalmente, se les ha atribuido a los implicados los delitos de apropiación indebida o administración desleal, insolvencia punible, blanqueo de capitales y constitución o pertenencia a organización o grupo criminal⁸⁸.

En suma, el caso Alcoa ilustra un modelo de administración absolutamente carente de una dirección diligente. Además, se aprecia un comportamiento negligente tanto en los administradores iniciales de las plantas de Alcoa, como en los que fueron nombrados tras la adquisición de Parter Capital y, posteriormente, del Grupo Riesgo.

En primer lugar, los administradores iniciales incumplieron gravemente el deber de informarse diligentemente al acordar la entrega de las dos plantas al fondo suizo. Este

⁸⁶ Alcoa se limitó a asegurar el éxito de estos inversores en la adquisición de compañías que se enfrentaban a situaciones complejas, cuando la realidad era bien diferente. El grupo operaba desde hace varios años en Francia, Portugal y Alemania, donde se habían hecho cargo de empresas a las que despojaban de sus últimos activos antes de declararlas en quiebra. Además, crearon un entramado de sociedades pantalla para fingir que no estaba detrás de la gestión real y librarse de las consecuencias legales (Del Busto, F., “El fondo que compró las plantas de Alcoa ya tenía condenas en Francia por quebrar empresas”, *La Voz de Avilés*, 22 de noviembre de 2021 (disponible en <https://www.elcomercio.es/aviles/fondo-compro-plantas-20211122001409-ntvo.html>; última consulta 12/03/2025)).

⁸⁷ La juez del caso acreditó la existencia de una trama para descapitalizar las fábricas y distraer sus activos hacia el patrimonio personal de los administradores y estructuras societarias creadas *ad hoc* para apoderarse de ellos. Calificó esta operación como una “reiterada sucesión de hechos” con ánimo defraudatorio (Morcillo, N., “La juez propone juzgar a los gestores de Alu Ibérica por descapitalizar las antiguas plantas de Alcoa”, *CincoDías*, 24 de enero de 2025 (disponible en <https://cincodias.elpais.com/companias/2025-01-24/la-juez-propone-juzgar-a-los-gestores-de-alu-iberica-por-descapitalizar-las-antiguas-plantas-de-alcoa.html>; última consulta 12/03/2025)).

⁸⁸ *Id.*

carecía de experiencia alguna en el negocio y, además, tenía un pasado público de actuaciones fraudulentas, que podrían haber sido fácilmente detectadas e investigadas. Además, las anomalías mencionadas en la contabilidad de los ejercicios anteriores a la venta son signos de la pobre dedicación en la administración de la sociedad.

En segundo lugar, la conducta del administrador único nombrado por Parter Capital fue severamente negligente y desleal. Cuando fue contactado por el Grupo Riesgo para negociar, se limitó a centrarse en la posibilidad de obtener un beneficio rápido con la operación, sin tener en cuenta los compromisos adquiridos con Alcoa. Asimismo, el acuerdo relativo a que el dinero para la compra procediera de la tesorería de las propias plantas constituye un grave incumplimiento del deber de diligencia y lealtad. Por otro lado, el entramado societario del que se componía el Grupo Riesgo pretendía llevar a cabo la “despatrimonialización” de las plantas, según las investigaciones de Unidad de Delincuencia Económica y Fiscal (UDEF)⁸⁹. Este es un ejemplo de la técnica del *asset stripping*, pues consiste en vender los activos de la sociedad comprometiendo su viabilidad y supone una vulneración directa del deber de diligencia.

6. PROPUESTAS DE MEJORA

El análisis desarrollado en el presente trabajo ha permitido constatar que las adquisiciones apalancadas constituyen una herramienta financiera compleja que, si bien puede generar un incremento en el valor de las empresas y mejorar su competitividad, también conlleva importantes amenazas para la estabilidad financiera de la sociedad *Target*. El elevado grado de apalancamiento característico de los LBOs, que termina recayendo sobre la propia sociedad, puede llegar a posicionarla en una situación de tensión financiera que, si no es gestionada adecuadamente, podría derivar en una situación de insolvencia. En este punto, consideramos que el éxito de un LBO residirá en gran medida en un adecuado ratio de endeudamiento en relación con los recursos propios de la compañía adquirida. Se trata de buscar el nivel óptimo de apalancamiento de cada

⁸⁹ Ares Heres, P., “De Parter a System Capital... Los pasos del ‘cerebro’ de la venta de las plantas de Alcoa hasta su detención”, *Economía Digital Galicia*, 5 de febrero de 2023 (disponible en <https://www.economiadigital.es/galicia/empresas/parter-a-system-capital-pasos-cerebro-venta-plantas-alcoa.html>; última consulta 13/03/2025).

sociedad, que dependerá de su capacidad para generar flujos de caja, así como de sus activos patrimoniales y del entorno macroeconómico existente durante el periodo de amortización de la deuda.

En concordancia con los objetivos de este trabajo, resulta oportuno plantear una serie de propuestas de mejora concretas dirigidas a reforzar la responsabilidad de los administradores y garantizar una mayor protección de los socios y acreedores en el marco de operaciones de LBO.

En primer lugar, el reforzamiento del control previo sobre las operaciones de LBO. Debería establecerse un marco de supervisión más estricto sobre las adquisiciones apalancadas, imponiendo la obligación de presentar un plan detallado de financiación y viabilidad antes de autorizar la operación. Una regulación propia y adaptada, que no consista en una simple extensión del proyecto de fusión y el informe de los administradores y expertos previstos para las fusiones apalancadas (art. 42 LME). Este control permitiría a las autoridades competentes evaluar la sostenibilidad financiera de la transacción y detectar posibles irregularidades o riesgos excesivos. Esta reforma supondría también el fortalecimiento del deber de información y transparencia, a través de la instauración de mecanismos de rendición de cuentas a la autoridad competente, así como a profesionales independientes que certifiquen la razonabilidad de la operación y la capacidad de la sociedad *Target* para hacer frente a las obligaciones de pago resultantes.

En segundo lugar, la intensificación de la protección de los acreedores y socios minoritarios. Sería conveniente introducir mecanismos específicos para proteger los intereses de los acreedores y de los socios minoritarios en el marco de las operaciones de LBO, como la creación de un fondo de garantía o la obligación de constituir reservas especiales para hacer frente a eventuales problemas de liquidez. Asimismo, la normativa societaria debería imponer restricciones más estrictas a la participación de los administradores en la parte compradora cuando exista un conflicto de interés manifiesto. En particular, en los casos de MBO, debería exigirse la aprobación expresa de los socios minoritarios o la intervención de un organismo independiente para validar la transacción.

En tercer lugar, el agravamiento de la responsabilidad en caso de insolvencia. Debería contemplarse la posibilidad de establecer una responsabilidad reforzada para los

administradores en aquellos casos en los que la insolvencia de la sociedad derive de una gestión negligente o de la adopción de decisiones estratégicas claramente contrarias al interés social. Esto podría incluir la obligación de responder con su patrimonio personal por los daños causados a la sociedad o a los acreedores. Del mismo modo, para evitar que los administradores recurran a la venta de activos estratégicos para financiar la operación o mejorar provisionalmente la liquidez, debería imponerse una limitación temporal o cuantitativa a la enajenación de activos clave durante los primeros años posteriores a la adquisición.

Por último, la mejora de la formación y profesionalización de los administradores. Dada la complejidad técnica de las operaciones de LBO, debería establecerse un programa de formación específico para los administradores, enfocado en la gestión financiera y en la evaluación de riesgos. Este programa permitiría mejorar la capacidad de los administradores para tomar decisiones estratégicas informadas y responsables.

7. CONCLUSIONES

Tradicionalmente, desde una perspectiva jurídica, la principal controversia suscitada por los LBOs ha sido su compatibilización con la prohibición de asistencia financiera. No obstante, con la entrada en vigor de la LME y la regulación de las fusiones apalancadas, para las que se establecen unos requisitos especiales en aras de no vulnerar dicha prohibición, queda confirmada la validez de las LBOs en el Derecho español. El objetivo de estos requisitos es garantizar la situación de los socios y acreedores de la sociedad *Target*, así como asegurar su viabilidad económico-financiera y, además, constituyen un mecanismo para trasladar gran parte de la responsabilidad de estas operaciones a los administradores de la empresa adquirida. Sin embargo, no deja de ser una regulación prevista para aquellos supuestos de fusión posterior a una adquisición apalancada. ¿Qué ocurre, por tanto, cuando no se produce dicha fusión? Este sería el caso de las entidades de *private equity* que adquieren la compañía durante un periodo de tiempo limitado para después venderla a un precio superior al que la compraron. Ante la proliferación de estas operaciones en el mercado del capital riesgo, creemos que sería conveniente establecer una regulación específica para esta modalidad, con el fin de delimitar y resolver las cuestiones particulares que presenta.

Por otro lado, uno de los aspectos clave que se ha puesto de manifiesto es la importancia del papel de los administradores en el éxito o fracaso de estas operaciones. La normativa societaria española, en particular el art. 225 LSC, establece unas directrices conductuales sólidas para orientar la actuación de los administradores, imponiéndoles el deber de actuar con la diligencia de un ordenado empresario y con lealtad hacia el interés social, evitando que surjan conflictos de interés (art. 227 LSC). Sin embargo, la realidad demuestra que, en muchos casos, las decisiones estratégicas adoptadas por los administradores en el contexto de un LBO han sido cuestionadas por su negligencia, insuficiencia de información previa y por la falta de evaluación adecuada de los riesgos inherentes a la operación.

Por estas razones, nuestra primera conclusión del análisis efectuado a lo largo de este trabajo es que resulta necesario implementar un refuerzo legal de la responsabilidad de los administradores, a la vez que se garantiza la protección de los socios y acreedores en el marco de operaciones de LBO. Debería imponerse un agravamiento de la responsabilidad de los administradores en aquellos casos en los que no se cumpla con un procedimiento de decisión adecuado y conforme previo a la adopción de decisiones en este ámbito, definido conforme a unos criterios objetivos, rigurosos, consistentes y verificables.

En segundo lugar, consideramos que, para garantizar el éxito y futura generación de riqueza de un LBO, se debería acompañar el proyecto de un plan empresarial sólido y razonablemente justificado, que incluya medidas concretas que permitan mitigar el riesgo de insolvencia. A lo largo de todo el proceso, los administradores de la sociedad *Target* adquieren un especial protagonismo debido al poder y posición que ostentan dentro de la misma, el cual les permite influir en el desarrollo del LBO. Por ello, se debería exigir legalmente de los administradores un mayor esmero en el cumplimiento de sus deberes de información sobre la situación económica, conocimiento de los riesgos, realización de diagnósticos de salud financiera, adopción de precauciones o medidas de seguridad, etc. Por consiguiente, a nuestro parecer, la información reforzada y la responsabilidad de los administradores en estos procesos deberían intensificarse más allá de los requisitos previstos en el actual art. 42 LME para las fusiones apalancadas, incluyendo medidas

específicas que traten de evitar una situación de insolvencia derivada de una operación de LBO.

En conclusión, las adquisiciones apalancadas seguirán siendo un instrumento clave en el mercado financiero, pero su éxito y sostenibilidad dependerán en gran medida de la actuación de los administradores y de la existencia de un marco normativo sólido que garantice la viabilidad de la operación y la protección de los intereses de los socios y acreedores. La implementación de las medidas expuestas contribuiría a reducir el riesgo de insolvencia en las operaciones de LBO y a reforzar la confianza en la gestión empresarial y en el sistema jurídico-mercantil.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Laura Baños Badia, estudiante del doble grado en Derecho y Administración y Dirección de Empresas (E-3) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "LA RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES POR INSOLVENCIA EN ADQUISICIONES APALANCADAS: El deber de diligencia del art. 225 LSC", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
3. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
4. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
5. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 17 de marzo de 2025

Firma: **Laura Baños Badia**

BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (BOE 16 de octubre de 1885).

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 3 de julio de 2010).

DIRECTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010 (Diario Oficial de la Unión Europea de 1 de julio de 2011).

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 13 de noviembre de 2014).

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 4 de diciembre de 2014).

Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal (BOE 7 de mayo de 2020).

Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de

ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea (BOE 29 de junio de 2023).

2. JURISPRUDENCIA

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, sec 28ª, núm. 168/2007, de 13 de septiembre de 2007 [versión electrónica – base de datos *v|lex*. Ref. APM2007/11813]. Fecha de la última consulta: 8 de marzo de 2025.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra, sec 1ª, núm. 50/2008, de 24 de enero de 2008 [versión electrónica – base de datos *v|lex*. Ref. APPO2008/173]. Fecha de la última consulta: 8 de marzo de 2025.

Sentencia del Tribunal Supremo, sala 1ª, núm. 545/2012, de 28 de septiembre de 2012 [versión electrónica – base de datos *v|lex*]. Fecha de la última consulta: 29 de marzo de 2025.

3. OBRAS DOCTRINALES

Aurioles Martín, A., “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n. 51, 1993.

Beltrán Sánchez, E., *La disolución de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1997.

Carretero Pires, A., “Operaciones de compra apalancada de empresas y la creación de valor. El impacto de la estructura financiera”, Tesis doctoral, Universidad rey Juan Carlos, Madrid, *Dialnet*, 2017.

Cerrato Crespán, I., “El deber general de diligencia de los administradores y la protección de la ‘discrecionalidad empresarial’”, en Arias Varona, F. J. (coord.) y Recalde Castells, J. (coord.), *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo: Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Dykinson, Madrid, 2015.

Díaz Moreno, A., “La business judgment rule en el Proyecto de Ley de modificación de la Ley de Sociedades de Capital”, *Análisis GA&P*, 2014.

Díez-Picazo, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, vol. I, 6ª ed., Civitas, Madrid, 2008.

Esteban Velasco, G., “La acción individual de responsabilidad”, en Rojo Fernández Río, A. J. (dir.) y Beltrán Sánchez, E. M. (dir.), *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 5ª ed., Tirant lo Blanch, Madrid, 2013, pp. 161-247.

Esteban Velasco, G., “Responsabilidad civil de los administradores”, en Montoya Melgar, A. (dir.), *Enciclopedia Jurídica Básica*, Civitas, Madrid, 1995, pp. 5912-5916.

Hernández Bengoa, A. y Ruiz-Gallardón, A., “Leveraged buy outs”, en Saavedra Ortiz, J. J. (coord.) y Serrano Acitores, A. (coord.), *Operaciones Mercantiles y Productos de Inversión en los Mercados Financieros*, Bosch, Barcelona, 2011, pp. 195-227.

Juste Mencía, J. y Igartua Arregui, F., “Deberes de los administradores (reforma de la LSA por la Ley de Transparencia)”, *Revista de derecho de sociedades*, n. 24, 2005, pp. 75-89.

Kaplan, S. N. y Strömberg, P., “Leveraged Buyouts and Private Equity”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n. 1, 2009, pp. 121-146.

Martín de la Bárcena Garcimartín, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, Marcial Pons, Madrid, 2005.

Mullerat Balmaña, R. M., “Management and Leveraged Buy-Outs (adquisición de sociedades por sus propios directivos) aspectos jurídicos”, *Revista Jurídica de Catalunya*, vol. 90, n. 2, 1991, pp. 337-358.

- Paz-Ares Rodríguez, J. C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Centro de Estudios del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles del España, Madrid, 2007.
- Paz-Ares Rodríguez, J. C. y Núñez-Lagos de Miguel, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 273-305.
- Perdices Huetos, A., “Asistencia financiera y compra de empresa”, en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 307-340.
- Quijano González, J., “Deber de diligencia”, en Alonso Ledesma, C. (dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel, Madrid, 2006, pp. 421-425.
- Recamán Graña, E., “La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en situaciones de crisis empresarial”, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, *Dialnet*, 2015.
- Ribas Ferrer, V., “El Deber de Diligente Administración”, en Rojo Fernández Río, A. J. (coord.) y Beltrán Sánchez, E. M. (coord.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Thomson Reuters, Madrid, 2011.
- Rojo Fernández-Río, A., “Los deberes legales de los administradores en orden a la disolución de la sociedad de capital como consecuencia de pérdidas”, en AA. VV., *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje Fernando Sánchez Calero*, vol. II, McGraw Hill, Madrid, 2002, pp. 1437-1484.
- Roncero Sánchez, A., “Protección de la discrecionalidad empresarial y cumplimiento del deber de diligencia”, en AA. VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2016, pp. 383-423.

Salelles Climent, J.R., *El funcionamiento del consejo de administración*, Civitas, Madrid, 1995.

Sánchez Calero, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, 2ª ed., Civitas, Madrid, 2007.

Segura de Lassaletta, R., “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales”, en Trías Sagnier, M. (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 137-154.

Seretakis, A. L., “The New EU Directive on the Regulation of Private Equity”, *Columbia Journal of European Law Online*, vol. 18, n. 3, 2012.

Serrano Acitores, A., “Análisis financiero-económico de los *leveraged buyouts*”, *RCyT. CEF*, núms. 377-378, 2014.

Serrano Acitores, A., “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo”, Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, *Dialnet*, 2012.

Velasco San Pedro, L. A., “La información en el consejo de administración: derechos y deberes del consejo y de los consejeros”, en Esteban Velasco, G. (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 1999, pp. 305-371.

Vives Ruiz, F., “La validez de los LBO en el Derecho español”, Tesis inédita. Universidad Pontificia Comillas (ICADE), Madrid, 2009.

Zurita Vicioso, J. M., “La responsabilidad de los administradores”, *Revista Internacional de Doctrina y Jurisprudencia*, vol. 10, 2015.

4. RECURSOS DE INTERNET

Alcoa Corporation, “PARTER Capital Group AG adquiere las plantas de Alcoa en Avilés y La Coruña”, *Alcoa. Comunicados de Alcoa*, 31 de julio de 2019 (disponible en <https://www.alcoa.com/spain/es/news/releases?id=2019/07/partter-capital-group-ag-adquiere-las-plantas-de-alcoa-en-aviles-y-la-coruna&year=y2019>; última consulta 11/03/2025).

Álvarez Royo-Villanova, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales”, *El Notario del Siglo XXI. Revista online Colegio Notarial de Madrid*, n. 34, noviembre-diciembre 2010 (disponible en <https://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>; última consulta 17/03/2025).

Ares Heres, P., “De Parter a System Capital... Los pasos del ‘cerebro’ de la venta de las plantas de Alcoa hasta su detención”, *Economía Digital Galicia*, 5 de febrero de 2023 (disponible en <https://www.economiadigital.es/galicia/empresas/partter-a-system-capital-pasos-cerebro-venta-plantas-alcoa.html>; última consulta 13/03/2025).

Cotizalia, “El inversor que compró las plantas de Alcoa las vende ahora por la crisis del coronavirus”, *El Confidencial*, 15 de abril de 2020 (disponible en https://www.elconfidencial.com/empresas/2020-04-15/el-inversor-que-compro-las-plantas-de-alcoa-las-vende-ahora-por-la-tesis-del-coronavirus_2550748/; última consulta 12/03/2025).

Del Busto, F., “El fondo que compró las plantas de Alcoa ya tenía condenas en Francia por quebrar empresas”, *La Voz de Avilés*, 22 de noviembre de 2021 (disponible en <https://www.elcomercio.es/aviles/fondo-compro-plantas-20211122001409-ntvo.html>; última consulta 12/03/2025).

Europa Press Economía Finanzas, “Grupo Riesgo avisa de ‘numerosas irregularidades’ en la gestión de las antiguas plantas de Alcoa”, *Europa Press*, 26 de mayo de 2020 (disponible en <https://www.europapress.es/economia/noticia-grupo-riesgo-avisa->

[numerosas-irregularidades-gestion-antiguas-plantas-alcoa-20200526141937.html](https://cincodias.elpais.com/companias/2020-05-26/141937.html); última consulta 12/03/2025).

Morcillo, N., “El caso Alcoa, pendiente de la información de Suiza sobre el paradero de 13 millones”, *CincoDías*, 11 de noviembre de 2023 (disponible en <https://cincodias.elpais.com/companias/2023-11-11/el-caso-alcoa-pendiente-de-la-informacion-de-suiza-sobre-el-paradero-de-13-millones.html>; última consulta 12/03/2025).

Morcillo, N., “La juez propone juzgar a los gestores de Alu Ibérica por descapitalizar las antiguas plantas de Alcoa”, *CincoDías*, 24 de enero de 2025 (disponible en <https://cincodias.elpais.com/companias/2025-01-24/la-juez-propone-juzgar-a-los-gestores-de-alu-iberica-por-descapitalizar-las-antiguas-plantas-de-alcoa.html>; última consulta 12/03/2025).

McElhaney, A., “LBOs Make (More) Companies Go Bankrupt, Research Shows”, *Institutional Investor*, 2019 (disponible en <https://www.institutionalinvestor.com/article/2bswdyxrj0cc1n1lvk/corner-office/lbos-make-more-companies-go-bankrupt-research-shows>; última consulta 17/03/2025).