
This is the **published version** of the bachelor thesis:

Garcia Escolar, Àlex. *Los deberes de los administradores de las sociedades ante una OPA hostil*. Treball de Final de Grau (Universitat Autònoma de Barcelona), 2026 (Dret). 45 pàg.

This version is available at <https://ddd.uab.cat/record/331949>

under the terms of the  license.

UAB

Universitat Autònoma de Barcelona

Los deberes de los administradores de las sociedades ante una OPA hostil

Autor: Àlex Garcia Escolar

Tutor: Dr. Carles Górriz López

Grado: Administración y Dirección de Empresas y Derecho

Universitat Autònoma de Barcelona

Mayo 2026

Resumen: En el presente trabajo se analizan de una manera exhaustiva los límites de actuación de los administradores de una sociedad objetivo ante una Oferta Pública de Adquisición (OPA) hostil. Para ello, partiendo de la doctrina y la jurisprudencia, se desarrolla un estudio pormenorizado del deber de diligencia (con un análisis a la “business judgment rule”) y del deber de lealtad, examinando en ambos casos su aplicación concreta en el procedimiento de una OPA. Asimismo, se profundiza en el deber de pasividad exigido a los órganos de administración durante todo el procedimiento. Estos elementos permiten establecer limitaciones jurídicas a las que se enfrentan los administradores al intentar realizar medidas defensivas ante la adquisición de la sociedad. Finalmente, el análisis doctrinal se complementa con el breve estudio de algunos de los casos más recientes de OPAs hostiles en España, con el fin de determinar los criterios que definen la licitud o ilicitud de las acciones realizadas por el Consejo de Administración.

Palabras clave: Oferta Pública de Adquisición (OPA); deberes de los administradores; deber de lealtad; deber de diligencia; deber de pasividad; hostilidad; medidas defensivas

Abstract: This paper provides a comprehensive analysis of the limitations on the actions of directors of a target company when faced with a hostile takeover bid. To this end, drawing upon legal doctrine and case law, a detailed study of the duty of care (including an analysis of the business judgment rule) and the duty of loyalty is conducted, examining their specific application within the context of a takeover bid. Furthermore, the study delves into the duty of passivity imposed on the board of directors throughout the entire procedure. These elements facilitate the establishment of the legal boundaries that directors face when attempting to implement defensive measures against the acquisition of the company. Finally, the doctrinal analysis is complemented by a brief review of some of the most recent hostile takeover bids in Spain, aiming to determine the criteria that define the lawfulness or unlawfulness of the actions undertaken by the Board of Directors.

Keywords: takeover bid; duties of directors; duty of loyalty; duty of care; passivity rule; hostility; defensive measures.

Índice

Abreviaturas	4
1.- Introducción	5
2.- Marco normativo y concepto de Oferta Pública de Adquisición (OPA).....	5
2.1.- Clases de Operaciones Públicas de Adquisición.....	6
2.1.1.- Clases según la obligación legal.....	6
2.1.2.- Clases según la voluntad de las partes	8
2.1.2.1.- OPA amistosa.....	8
2.1.2.2.- OPA hostil	8
2.2.- Concepto y finalidad de la OPA hostil.....	8
2.2.1.- Concepto	8
2.2.2.- Finalidad	9
2.2.3.- Realidad de las OPAs hostiles en España	10
2.3.- Regulación aplicable a la OPA hostil	11
2.3.1.- Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición y Ley 6/2007 de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores	11
2.3.2.- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.....	12
2.3.3.- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.....	13
2.3.4.- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.....	13
3.- El estatuto jurídico de los administradores en las sociedades de capital	13
3.1.- La relación órgano de administración-sociedad.....	13
3.2.- El interés social como parámetro de conducta	14
3.3.- Responsabilidad del órgano de administración frente a socios y terceros	14
4.- El papel del Consejo de Administración durante el procedimiento de la oferta.....	16
4.1.- Fase preliminar	16
4.2.- El informe del Consejo de Administración	16
4.3.- Ofertas competidoras y la igualdad de trato	16
4.4.- Escrutinio contencioso-administrativo	17
5.- El deber de diligencia ante una OPA hostil.....	18
5.1.- El deber de diligencia	18
5.2.- La “business judgment rule”	20
5.3.- El deber de diligencia, la “business judgment rule” y la OPA hostil.....	21

6.- El deber de lealtad y la gestión de conflictos de intereses en el contexto de una OPA	23
6.1.- Contenido y alcance del deber de lealtad en el ordenamiento jurídico español.....	23
6.2.- Conflictos de intereses en situaciones de Ofertas Públicas de Adquisición hostiles	25
6.2.1.- La OPA hostil como elemento clave del problema de agencia.....	26
6.2.2.- El riesgo de atrincheramiento (“entrenchment risk”)	26
6.2.3.- Manifestaciones fácticas del conflicto en la fase de oferta.....	27
6.3.- Prohibición de medidas que perjudiquen al interés social	27
6.3.1.- La delimitación del interés social en el contexto de una OPA.....	28
6.3.2.- Primera aproximación a las medidas defensivas en el marco del interés social.....	28
6.4.- Responsabilidad derivada de conductas desleales	29
7.- La regla de neutralidad y adopción de medidas defensivas.....	31
7.1.- Regulación de la regla de neutralidad (“neutrality rule”)	31
7.2.- Límites a la capacidad de reacción del órgano de administración.....	32
7.2.1.- Análisis de las medidas defensivas permitidas, las no permitidas y las que se encuentran en la frontera	32
7.2.1.1.- Medidas permitidas.....	33
7.2.1.2.- Medidas prohibidas.....	33
7.2.1.3.- Medidas fronterizas.....	34
7.2.2.- Análisis de la compatibilidad y la frontera entre el deber de lealtad y las medidas defensivas.....	35
7.2.2.1.- El deber de lealtad como fundamento del deber de pasividad	35
7.2.2.2.- El deber de defender el interés social ante ofertas inadecuadas.....	36
7.3.- Eficacia del deber de pasividad: supervisión de la CNMV y responsabilidad.....	36
8.- Conclusiones.....	37
Bibliografía	38

Abreviaturas

Art. Artículo

BBVA Banco Bilbao Vizcaya Argentaria

CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores

LSC Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

LMV Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión

OPA Oferta Pública de Adquisición

STC Sentencia del Tribunal Constitucional

STS Sentencia del Tribunal Supremo

RAM Reglamento (UE) nº596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado

RD Real Decreto

UE Unión Europea

1.- Introducción

Las personas que viven en sociedades modernas están caracterizadas por tener distintos caminos afectivos, entre los cuales se pueden destacar casarse, separarse o bien decidir no contraer ningún tipo de relación sentimental con nadie. Es importante destacar que en Europa únicamente es legal el matrimonio entre personas con capacidad jurídica que prestan consentimiento para contraer matrimonio, aunque desgraciadamente, hay muchos países situados en Asia y África donde los infantes no tienen ningún poder de decisión a la hora de contraer matrimonio, y en algunos casos incluso están obligados a casarse todo y su oposición expresa a ello.

En las sociedades mercantiles ocurre en cierto modo lo mismo que con las personas físicas, ya que sociedades que en un primer momento se fundaron por separado terminan juntas hasta su final, o bien se separan en un momento determinado e incluso existe la opción de que una sociedad única se divida en distintas sociedades. Estas opciones hasta ahora mencionadas tienen un rasgo en común, y es la voluntad de las distintas sociedades que forman parte de la unión o la escisión en realizar estas acciones. Además de estas acciones consentidas, existe la opción de que una persona física o jurídica (incluyendo sociedades) intente adquirir otra sociedad cotizada. En caso de que su órgano de administración esté en contra de esta operación, nos encontramos ante lo que es denominado una Oferta Pública de Adquisición de acciones hostil. Estas situaciones habitualmente se dan porque los administradores son apartados de sus cargos perdiendo su medio de vida.

Es en estas situaciones en las que el órgano de administración de la sociedad ofertada está en contra de la aceptación de la oferta, suele tomar un conjunto de decisiones encaminadas a evitar que los accionistas decidan aceptar la oferta de la sociedad oferente. Este tipo de acciones de carácter defensivo son muy diversas y varían a tenor de la coyuntura económica de la empresa, de la situación macroeconómica y el conjunto de proyectos que realiza o tenía pensado realizar la sociedad, entre otros factores. Como consecuencia de estos elementos variables y dinámicos que dificultan la previsibilidad de movimientos, es difícil realizar un análisis de estas acciones defensivas.

Partiendo de esta dificultad, el trabajo tiene por objetivo determinar dónde se encuentran los límites de acción por parte de los administradores de la sociedad objeto de la OPA hostil, analizando en primer lugar cuáles son sus deberes. Para ello, se realiza un análisis doctrinal y jurisprudencial para determinar aquellos factores determinantes a la hora de decidir si una acción realizada por el órgano de administración es considerada contraria o no a derecho.

Junto a la investigación teórica se realiza un conjunto de análisis prácticos partiendo de las Ofertas Públicas de Adquisición hostiles ocurridas en los últimos años. Este examen se realiza con la finalidad de intentar sistematizar un resultado a aquellas situaciones más complejas, que, hasta el momento, dependiendo de la interpretación de quien está realizando el estudio, no tiene un resultado unánime, generando así una gran inseguridad jurídica para aquellos que forman parte de órganos de administración de sociedades afectada por una OPA.

2.- Marco normativo y concepto de Oferta Pública de Adquisición (OPA)

Según la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV), una Oferta Pública de Adquisición de acciones (OPA) es una operación onerosa en la cual hay dos partes: la oferente, que puede ser una o varias personas físicas y/o jurídicas, y la ofertada, los accionistas de la sociedad cotizada que se desea adquirir. Esta oferta consiste en un intercambio de las acciones de la empresa

cotizada en bolsa a cambio de un precio, que puede ser en efectivo, en acciones o mixto. Además, la doctrina mercantilista ha señalado una OPA como una propuesta de contrato dirigida a los accionistas de una sociedad cotizada con el objetivo final de adquirir la totalidad (o una parte) de las acciones u otros instrumentos con derecho a voto (Recalde Castells, 2010, p. 27).

Es importante destacar la diferencia entre las definiciones de la CNMV y la de la doctrina, ya que la primera hace referencia únicamente a las acciones como opción de compra, mientras que la segunda designa, además de las acciones, a cualquier otro instrumento con derecho a voto. Por tanto, uniendo ambas definiciones se puede concluir que una Oferta Pública de Adquisición es una oferta realizada por una o varias personas hacia los accionistas de una sociedad cotizada con el fin de obtener el control de dicha sociedad.

Cabe destacar que el motivo por el que se quiere realizar esta operación puede ser muy diverso; desde una integración vertical en la cadena de producción de la empresa, a la intención de ampliar el valor ofrecido generando una sinergia entre empresas, o bien la intención de excluir a la empresa afectada por la OPA de bolsa. Estos motivos tan diversos son en su totalidad totalmente válidos siempre y cuando se cumplan los requisitos legales y reglamentarios establecidos por la Unión Europea, la legislación interna y los reglamentos y normativa de los órganos de competencia.

Tal y como se analizará *infra*, las OPAs en España se encuentran reguladas en tres grandes marcos: 1) la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición incorporada por la Ley 6/2007 de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, 2) el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) y 3) Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMV). Asimismo, a parte de estos tres marcos normativos, se debe tener en cuenta la normativa e interpretación realizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por la jurisprudencia.

2.1.- Clases de Operaciones Públicas de Adquisición

Una Oferta Pública de Adquisición es una operación que tiene distintas variantes, pero es importante también tomar en consideración que son distintos los criterios para clasificarlas. Como primer criterio debe resaltarse si la oferta se dirige a los accionistas de sociedades cotizadas o bien a cualquier tipo de sociedad anónima. Cabe destacar que, en el régimen de los países europeos, incluyendo el de España, únicamente se regulan las OPAs de las sociedades cotizadas (Recalde Castells, 2010, p. 29).

Como segundo criterio, es relevante indicar la naturaleza de la contraprestación en la operación, que puede clasificarse en: 1) exclusivamente monetaria; 2) exclusivamente en valores emitidos por la empresa oferente; y 3) mixta, compuesta tanto por recursos monetarios como por valores.

El tercer criterio se basa en la naturaleza de la operación según la voluntad de las partes. Se distinguen entre OPA voluntaria u obligatoria, y entre OPA amistosa y hostil.

2.1.1.- Clases según la obligación legal

La primera clasificación que se realizará es atendiendo a si la Oferta Pública de Adquisición tiene un carácter voluntario para las partes, o bien es una imposición legal. La primera se conoce como OPA voluntaria y ha sido definida como un negocio jurídico en el que ambas partes, la oferente

y la ofertada, llegan a un acuerdo para la transacción de las acciones a cambio de una contraprestación. Esta clase de OPA suele ser un mecanismo por el cual la entidad oferente, por el motivo que considere oportuno a nivel empresarial, desea adquirir el control de la sociedad ofertada.

La OPA es parcial cuando el oferente solo desea adquirir una parte del capital y no la totalidad del mismo. En este caso, puede ser que desee únicamente adquirir un 51% del capital, lo que le permitiría obtener el control de la compañía, pero sin necesidad de adquirir toda la compañía.

Aunque obtener el control suele ser el motivo habitual de realizar esta operación, también es importante tener en cuenta que el objetivo de esta sea obtener cierto control de la sociedad en lugar de la totalidad del mismo. Ejemplo de ello fue la OPA realizada por IFM a Naturgy en el que aspiraba al 22% del capital, por lo que en ningún caso era viable que obtuviese el control total de la empresa eléctrica y gasista.

Cabe destacar también que, en los casos de OPAs parciales, puede suceder que sea la propia sociedad cotizada la que realice esa oferta a sus accionistas con la voluntad de ofrecerles la opción de desinvertir¹.

En resumen, las Ofertas Públicas de Adquisición voluntarias consisten en un tipo de OPA donde ambas partes acuerdan los términos de la operación a realizar; esto incluye la contraprestación, entendida de manera amplia, que se presenta a los accionistas, quienes tienen la decisión final sobre aceptar o rechazar la oferta.

Por su parte, la OPA obligatoria es aquella operación en la cual existe una obligación legal de formular la oferta, ya sea como consecuencia de un cambio o reforzamiento del nivel de control. Su régimen se encuentra regulado en el artículo 108 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, así como en los artículos 3 y 4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Atendiendo a la regulación actual, quedará obligado a formular una OPA quien alcance el control de una sociedad cotizada, entendiéndose que existe dicho control cuando se alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento del capital, o bien cuando se designe a un número de consejeros que representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad (art. 4.1 RD 1066/2007) (Tapia Hermida, 2008, pp. 17-18).

Es importante tener en cuenta que el precio no es establecido por el oferente, viene fijado normativamente y debe ser como mínimo el más elevado que se haya pagado o acordado por el oferente (o quien actuara por él) en el último año. En caso de que no se pudiera realizar esta comprobación por la falta de transacciones de acciones, se establecerá el precio según la normativa de las OPAs de exclusión reguladas en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 (Cuatrecasas, 2017, p. 22). Se caracteriza, además, por la necesidad de que tiene que ser total, es decir, debe estar dirigida a todos los titulares de acciones, derechos de suscripción y obligaciones convertibles.

¹ Dos de los casos más importantes al respecto en España son el de Duro Felguera en julio de 2013 y el de Abertis en septiembre de 2015.

Finalmente, se ha de señalar que este tipo de operaciones, a diferencia de las OPAs voluntarias, únicamente pueden condicionarse a la obtención de la autorización necesaria de competencia u otro organismo supervisor².

2.1.2.- Clases según la voluntad de las partes

La segunda clasificación que se estudia es la posición que adopta el órgano de administración de la sociedad afectada frente a la oferta. Si el Consejo de Administración acepta o se muestra favorable a la operación, se habla de OPA amistosa, en cambio, si se opone a ella e intenta obstaculizar su éxito, se califica como OPA hostil.

2.1.2.1.- OPA amistosa

La OPA amistosa se caracteriza por la aceptación de la oferta por parte de los órganos de gobierno de la sociedad objeto de la OPA. Por tanto, en estas situaciones el Consejo de Administración de la sociedad sometida a una OPA no ejercerá medidas defensivas para evitar la aceptación por parte de los accionistas de la oferta, ya que está de acuerdo con la misma.

2.1.2.2.- OPA hostil

En la OPA hostil, *a contrario sensu* de la OPA amistosa, los administradores de la sociedad afectada presentan una oposición a la oferta presentada por la parte oferente, que puede ser consecuencia de diferencia en la valoración de la empresa, así como por otros motivos más subjetivos³ (Recalde Castells, 2010, p. 29).

La hostilidad tiene una gran importancia en esta transacción, ya que los administradores de la sociedad destinataria pueden realizar un conjunto de movimientos para facilitar o no el éxito de la oferta. Por ello, es muy importante determinar donde se encuentran los límites de actuación para entorpecer las ofertas para la adquisición de la empresa, que es el objeto de estudio principal de este trabajo.

2.2.- Concepto y finalidad de la OPA hostil

2.2.1.- Concepto

Una OPA hostil se puede definir como una Oferta Pública de Adquisición presentada por una persona física o jurídica sin la previa aceptación de los órganos de gobierno (habitualmente el Consejo de Administración) de la sociedad sobre la que se formula (CNMV, s. f.).

Presentan una serie de características que las distinguen de otro tipo de operaciones. En primer lugar, la clara oposición de los órganos de gobierno de la sociedad objeto de la oferta frente a la propuesta recibida⁴ (Recalde Castells, 2010, p. 27). Esta falta de acuerdo provoca que la parte oferente dirija la oferta directamente a los accionistas, sin que exista un acuerdo previo con el Consejo de Administración de la sociedad afectada por la OPA sobre el precio ofrecido⁵. Habitualmente esta discrepancia en el precio se debe a que los administradores consideran que

² El lector debe tomar en consideración la existencia de dispensas y excepciones que en este trabajo no se tratan, al no ser el mismo objeto de estas.

³ Debe tenerse en consideración que los administradores de la sociedad afectada tienen toda la información sobre la empresa y sus expectativas.

⁴ Hay que recordar que el precio puede ser tanto en dinero, como en valores de la empresa oferente, así como una oferta mixta que incluya ambos.

⁵ Debe entenderse precio en este contexto como contraprestación, que puede incluir tanto dinero como valores.

la oferta es inferior al valor real de la entidad, prescindiendo de posibles motivos personales, que, aunque pueden existir, no son objeto de análisis en este trabajo.

Además, en este tipo de operaciones, la oferta se presenta directamente a los accionistas, evitando cualquier intervención del Consejo de Administración. Esto tiene por objetivo impedir que el órgano de gobierno de la sociedad objeto de la OPA influya de manera directa en la posible compraventa de acciones por parte de los accionistas.

Por último, es habitual que el precio ofrecido en una OPA hostil sea superior al precio de mercado del día anterior, o el de la media del último año, a la presentación de la oferta. Es importante destacar que se hace referencia al precio de mercado, es decir aquel precio que se puede consultar en bolsa. En ningún caso se hace referencia al valor de la empresa, el cual puede ser superior, igual o inferior al precio de mercado, y, también del precio ofrecido por el oferente. La diferencia entre el precio ofrecido y el precio de mercado se denomina prima.

Esta prima está en constante evolución debido a que el precio de mercado de la acción de la sociedad afectada se ve modificado, como consecuencia de la ley de la oferta y la demanda. Esto puede generar que la prima suba, se mantenga o baje, hasta el punto de llegar a ser negativa (tal y como ha ocurrido en ciertos días y periodos de tiempo en la OPA BBVA-Banco de Sabadell). Esta prima positiva tiene por objeto incentivar a los accionistas a aceptar la operación, incluso cuando el órgano de gobierno se muestra contrario a la misma (Easterbrook & Fischel, 1991, p. 26).

2.2.2.- Finalidad

Las finalidades que motivan la realización de una OPA hostil en España son variadas y responden a distintas estrategias empresariales. En primer lugar, cabe destacar la adquisición el control de la sociedad opada, considerada la finalidad esencial y más recurrente en el ordenamiento jurídico español, ya que constituye el mecanismo no amistoso por excelencia para acceder al control de una compañía cotizada.

De manera complementaria a la obtención del control, se pueden encontrar distintos objetivos: 1) la integración vertical, con la cual la empresa oferente busca el control distintas fases del proceso productivo, 2) la generación de sinergias, que pueden surgir tanto si las empresas comparten mercado o no y 3) la mitigación de la competencia⁶.

Además, la OPA hostil puede responder a otros fines estratégicos, como la reestructuración sectorial, el acceso a activos clave (ej: patentes) o el aprovechamiento de situaciones coyunturales como la infravaloración bursátil de la empresa objetivo o prevenir la aparición de un competidor potencial.

⁶ Vital importancia tiene recordar que toda operación, especialmente en caso de querer mitigar la competencia, tendrá que ser aprobada por la CNMC atendiendo a la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia que complementa al Reglamento de la Unión Europea 139/2004. Es importante este Reglamento de la Unión Europea, ya que en su artículo 4 establece que la Comisión Europea podrá denegar la operación o bien someterla a determinados requisitos si considera que la operación es contraria al Derecho de la Competencia de la UE, con una especial importancia al artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y a las posteriores Sentencias del Tribunal de Justicia de la Unión Europea que interpretan el mismo.

De lo anterior se desprende que la OPA hostil se configura como un mecanismo orientado principalmente a la toma de control de la sociedad objetivo; no obstante, también puede perseguir otras metas, siempre en busca de la maximización del valor para los accionistas.

2.2.3.- Realidad de las OPAs hostiles en España

Las OPAs hostiles en nuestro marco jurídico se encuentran en una situación compleja por dos motivos; el primero de ellos hace referencia al poco interés en iniciar una disputa con otra sociedad, que en la mayoría de los casos forma parte del mismo sector que la empresa oferente, y el segundo es la dificultad para que estas operaciones salgan adelante.

Respecto a este segundo punto es importante destacar que en algunos casos donde las operaciones se han contabilizado como exitosas, no se debería considerarlas como tal, ya que no han obtenido el porcentaje que deseaban y aun así han decidido seguir con la operación. Ejemplo de ello es la operación entre IFM y Naturgy en el año 2021 en la que IFM intentó obtener un 22% de la compañía eléctrica, marcándose como mínimo obtener el 17%, el cual no logró, quedándose en un paupérrimo 10,83% y aun teniendo este resultado decidió seguir adelante. Es por ello de vital importancia preguntarse entonces cuál es el éxito real de las OPAs hostiles.

Respondiendo a ello, se debe considerar como éxito aquellos casos en los que por lo menos se llega al mínimo exigido por parte del oferente, en el caso expuesto sería el 17%. En el supuesto de no llegar a él, no se puede establecer que la OPA haya sido positiva para el oferente, como mucho se podría realizar la afirmación que ha habido una gestión de daños y que consideran que lo obtenido en la oferta es suficiente para poder realizar las operaciones que consideren oportunas, pero en ningún caso des del éxito, sino desde una posición de debilidad hacia el resto de los accionistas y de los órganos de gobierno.

Es importante también tener en cuenta que desde el año 1987 únicamente se han intentado realizar en España un total de 19 operaciones de estas características, siendo 12 antes de la crisis del 2008 y 7 después de la misma.

Tabla 1. Ofertas Públicas de Adquisición hostiles en España

Oferente	Opada	Año	¿Llegó al mínimo establecido?	¿Siguió adelante?
Banco Bilbao	Banesto	1987	No	No
Bami	Inmobiliaria Zabálburu	2000	Sí	Sí
SOS Cuétara	Koipe	2001	Sí	Sí ⁷
Hesperia	NH Hoteles	2003	No	Sí ⁸
Quarta y Astrim	Metrovacesa	2003	No	No
Gas Natural	Iberdrola	2003		No ⁹

⁷ Destacar que en este caso la oferta en un primer momento fue rechazada y se subió un 18,5% la contraprestación respecto a la inicial para conseguir hacerse con el control de la empresa sobre la que se formula la OPA.

⁸ Se intentó realizar una OPA por el 26% del accionariado, pero únicamente logró el 4,5%. Todo y eso, se decidió proseguir con la operación, controlando hoy el 99,5% del accionariado y habiendo excluido la empresa de bolsa.

⁹ No se inició el procedimiento de aceptación como consecuencia del veto de la Comisión Nacional de Energía.

Gas Natural	Endesa	2005	No	No ¹⁰
Dufry	Aldeasa	2005	No	No
Zena	Telepizza	2006	No	No
Sacreasa	Metrovacesa	2006	Sí	Sí
Mitall Steen	Arcelor	2006	Sí	Sí
Santander y Fortis	ABN Amor	2007	Sí	Sí
ACS	Hochtief	2016	Sí	Sí
Colonial	Axiare	2017	Sí	Sí
Blackstone	Hispania	2018	Sí	Sí
Letterone	Dia	2019	Sí	Sí
IFM	Naturgy	2021	No	Sí
FCC	Metrovacesa	2022	No	Sí
BBVA	Banc Sabadell	2024	No	No

Elaboración propia a partir de Blanco (2025)

De todas estas operaciones, un 47,37% se puede considerar que han sido totalmente positivas para el oferente en cuanto han obtenido el porcentaje mínimo deseado, mientras que el 52,63% no. Ello es principalmente consecuencia de las dificultades presentadas por las empresas afectadas a través de las medidas defensivas realizadas por los Consejos de Administración de estas sociedades.

La pregunta entonces que debemos hacernos es hasta qué punto estas medidas defensivas son compatibles con todos los deberes de diligencia y lealtad de los administradores. La respuesta a esta cuestión será desarrollada *infra*.

2.3.- Regulación aplicable a la OPA hostil

Las Ofertas Públicas de Adquisición han sufrido constantes modificaciones hasta alcanzar el marco normativo vigente actualmente. Este marco jurídico es consecuencia de la regulación europea en materia de OPAs para garantizar el correcto funcionamiento de la libre competencia dentro del marco jurídico europeo. En el año 2004 la Unión Europea decidió implantar una regulación común con el fin de conseguir que las distintas sociedades de los Estados Miembros tuvieran una regulación jurídica unitaria para asegurar la seguridad jurídica dentro del marco europeo y facilitar la libre circulación intracomunitaria. Para conseguir esta unificación se implantó la Directiva 2004/25/CE y el Reglamento 139/2004 del Consejo.

2.3.1.- Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición y Ley 6/2007 de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores

La Directiva 2004/25/CE es el resultado de un extenso proceso de discusión y diversas propuestas que evidenciaron discrepancias respecto al régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en los diferentes Estados Miembros. No fue sino hasta el año 2004 cuando se alcanzó el consenso necesario. El objetivo de la Directiva era y es crear una regulación similar entre los Estados Miembros para obtener un mercado único de OPAs, basándose en dos principios: 1) la

¹⁰ Destacar que hubo una fuerte disputa entre Gas Natural y Enel y Acciona, siendo estos últimos los que obtuvieron el control de Endesa.

proporcionalidad entre el riesgo económico asumido y el poder de decisión, conforme al cual quien soporta el riesgo de la inversión debe conservar la facultad de decidir sobre operaciones que alteran la estructura de propiedad de la sociedad, y 2) la facultad de los accionistas de decidir sobre el éxito (o no) de las Ofertas Públicas de Adquisición (Recalde Castells, 2010, p. 37). Este segundo principio tiene el objetivo de evitar que sean los órganos de administración de las empresas objeto de la oferta quienes decidan sobre el éxito de la misma. Para ello, se les impuso un deber de neutralidad (art. 9), entendido este como evitar que quien administra tenga una influencia directa en el resultado de la OPA (Recalde Castells, 2010, pp. 38-39).

En España esta directiva se transpuso con la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, a través de los artículos 60 y siguientes, el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisiciones de valores, así como con el artículo 61 del ya derogado Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores¹¹.

A pesar de la ambición demostrada por los órganos europeos en el proceso legislativo de la Directiva, el hecho de tener que llegar a una situación de consenso entre los Estados Miembros que tenían posiciones contrapuestas, así como que la regulación se haya hecho a través de una Directiva en lugar de un Reglamento, ha impedido la consecución completa del objetivo, ya que algunos países como España o Finlandia han incrementado su apertura, pero otros como Alemania no lo han hecho. Ello también es consecuencia de las diferencias económicas y regulatorias entre los distintos países (Alcalde-Fradejas & Pérez-Soba, 2025, pp. 9-10).

2.3.2.- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión

Aunque las OPAs tienen su regulación específica, es importante tomar en consideración la legislación más general del Mercado de Valores, ya que las acciones son valores que se negocian en este mismo mercado. La actual regulación es la Ley 6/2023 de 17 de marzo, que sustituye a la Ley 1066/2007 de 27 de julio.

Este régimen es resultado del desarrollo normativo comunitario que ha obligado al Estado español a la transposición de múltiples Directivas europeas (más allá de la regulación de las OPAs), así como de la necesidad de una normativa adaptada a la nueva realidad económica. Con este nuevo marco jurídico, el legislador ha buscado la simplificación de la regulación anterior y un desarrollo sistemático de los distintos escenarios que pueden plantearse en el mercado.

Asimismo, esta Ley regula aquellos aspectos relacionados con el mercado primario, los centros de negociación, los procesos de negociación, las obligaciones de información, las empresas de servicios de inversión, los mecanismos de gestión, las normas de conducta y el régimen sancionador. Aunque no tenga una relación directa con las OPAs, es una regulación que debe ser tenida en consideración a la hora de realizar una operación de estas características ya que, en caso de incumplimiento, puede haber distintas responsabilidades.

¹¹ Actualmente la legislación aplicable es la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

2.3.3.- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

El Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio es la culminación de la transposición a España de la Directiva 2004/25/CE. A tenor del mundo globalizado en el que nos encontramos, es importante destacar que será de aplicación en cuatro supuestos (art. 1): (i) cuando las acciones sólo coticen en un mercado secundario oficial español; (ii) cuando la primera admisión a negociación en un mercado regulado haya sido en España; (iii) cuando, cotizando en varios mercados de Estados Miembros, la sociedad haya elegido la normativa española; y (iv) cuando, a 20 de mayo de 2006, las acciones cotizaban en varios mercados de Estados Miembros y la CNMV lo hubiera acordado con los demás supervisores.

En este Real Decreto se establecen unos principios esenciales que son: (i) la imposición del deber de formular una OPA obligatoria *a posteriori* y total, (ii) la aplicación de las reglas de procedimiento generales a las OPAs voluntarias y (iii) el régimen sancionador para quien incumpla con la regulación (Tapia Hermida, 2008, p. 13). Para el desarrollo de estos se ha establecido un consolidado cuerpo normativo conformado por cincuenta artículos, dos disposiciones adicionales y una disposición transitoria. Es tal la estabilidad normativa del Real Decreto que en los 19 años desde su publicación se ha modificado un único artículo generando seguridad jurídica.

Este régimen jurídico tiene una importancia capital en nuestro ordenamiento jurídico, en cuanto es el marco que consolida la correcta aplicación de la Directiva 2004/25/CE, y garantiza que el conjunto de inversores, tanto nacionales, como internacionales, puedan actuar de manera lícita, siempre garantizando la seguridad para los accionistas de las empresas, evitando que de manera arbitraria se cambié la propiedad de las empresas.

2.3.4.- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

Esta regulación sistematiza en gran parte el funcionamiento de las sociedades de capital, desde su constitución hasta su extinción, teniendo también en consideración aquellos regímenes especiales como las sociedades anónimas cotizadas. Esto incluye asimismo cómo se adoptan las decisiones dentro de estas sociedades, lo que tiene una gran importancia en el tema de estudio, ya que esta legislación es la encargada de establecer los quórum y las mayorías legales o reforzadas necesarias, garantizando que las decisiones se tomen de acuerdo con el principio mayoritario frente a la exigencia de la unanimidad.

3.- El estatuto jurídico de los administradores en las sociedades de capital

3.1.- La relación órgano de administración-sociedad

En nuestro ordenamiento jurídico la sociedad está compuesta entre otros órganos, por el órgano de administración, que tiene la función de gobierno, lo que implica que toma decisiones y actúa en nombre de la sociedad en todos aquellos actos que está permitido tanto legal como estatutariamente. Está sujeto al escrutinio de la Junta de Accionistas, que es la que determina la necesidad de un cambio en el órgano de administración, así como de tomar las decisiones más trascendentales para la viabilidad y continuidad de la empresa.

Asimismo, el órgano de administración ejerce las funciones de representación, es decir, atendiendo a aquello que puede realizar según la normativa aplicable actúa frente a terceros para el conseguimiento de los objetivos sociales. Es preciso señalar la necesidad de que ambas

partes actúen de buena fe ya que, en el hipotético caso de que, por ejemplo, se cambiase el órgano de administración de la sociedad y no se hubiera dado la publicidad registral necesaria, podría generar graves consecuencias para aquellas personas que hayan actuado con esta falta de transparencia y de lealtad.

3.2.- El interés social como parámetro de conducta

Para poder realizar de manera adecuada el análisis del deber de lealtad de los administradores (art. 227 LSC) frente a una Oferta Pública de Adquisición hostil es importante delimitar y establecer que se debe entender por “interés social”. De manera histórica, la doctrina mercantil ha girado en torno a dos concepciones antagónicas: la primera de ellas es la teoría institucionalista que concibe la empresa como una realidad objetiva con un interés propio y, en segundo lugar, la teoría contractualista, la cual reduce el interés social a la suma de los intereses de los socios de la empresa.

En el Derecho español, la doctrina se decanta de manera mayoritaria por la teoría contractualista. Tal y como han señalado distintos autores, el deber fiduciario de los administradores se debe a la sociedad, entendida esta como el patrimonio conjunto de los distintos accionistas (Paz-Ares Rodríguez, 2015, pp. 48-50). Atendiendo a lo expuesto, se puede determinar que el interés social actúa como un mandato que busca la optimización del patrimonio de la sociedad, no siendo nada más que el interés común de los socios.

Esta concepción que la doctrina mayoritariamente ha defendido es el canon hermenéutico de la jurisprudencia en España. Tal y como define la Sentencia del Tribunal Supremo 873/2011 de 7 de diciembre¹², en consonancia con la STS 186/2006, de 7 de marzo¹³, se configura el interés social como “el interés común de los socios”. Por tanto, de tal exposición se deriva que la jurisprudencia establece el interés social como resultado de los intereses de todos los socios.

Además, respecto al interés social debe tenerse en consideración la Sentencia del Tribunal Supremo 695/2015, de 11 de diciembre¹⁴, que establece y reitera que cualquier daño producido en el seno del reparto de beneficios supone una lesión al interés social reforzando, por tanto, que el administrador que no rinde cuentas a este fin está incumpliendo su deber fiduciario básico. Asimismo, cabe añadir que esto debe extenderse en caso de empresas que formen parte de un grupo y tengan inversores que no formen parte del grupo, deberán tomar en consideración los intereses de estos terceros y buscar el equilibrio entre estos y las empresas del grupo.

Así pues, el parámetro de conducta del órgano de administración es gestionar la sociedad en busca de promover el valor de la inversión del conjunto de los accionistas.

3.3.- Responsabilidad del órgano de administración frente a socios y terceros

Ante los amplios poderes de gestión y representación de los órganos de administración, el ordenamiento jurídico en sus artículos 236 y siguientes de la Ley de Sociedades de Capital establece unas acciones resarcitorias por los posibles daños cometidos por los administradores. Es importante tener en cuenta que la responsabilidad civil societaria no es objetiva y, requiere la concurrencia de cuatro presupuestos: (i) un ilícito, (ii) un daño real, (iii) una relación causal entre la acción u omisión y el daño y (iv) elemento subjetivo de dolo o culpa.

¹² ECLI:ES:TS:2011:9284

¹³ ECLI:ES:TS:2006:1353

¹⁴ ECLI:ES:TS:2015:5151

Partiendo de estos requisitos, hay que destacar que el ilícito no requiere una acción positiva activa. Tal y como ha establecido la Sentencia del Tribunal Supremo 443/2023, de 31 de marzo¹⁵, el incumplimiento puede derivarse de un comportamiento exclusivamente de omisión admitiendo, por tanto, que una deficiente organización, supervisión o información, entre otros, por parte del órgano de administración, puede constituir una conducta antijurídica compatible con lo establecido en el artículo 236 LSC.

Frente a este posible ilícito, la LSC establece dos vías de reclamación procesal a través de dos acciones, que serán usadas dependiendo de la esfera patrimonial que haya sufrido el impacto directo del daño. En primer lugar, la acción social de responsabilidad, regulada en el artículo 238 LSC, que tiene como finalidad resarcir el patrimonio de la sociedad, el cual ha sido mermado directamente por la conducta (activa o pasiva) del órgano de administración. La legitimación activa para iniciar esta acción corresponde, con carácter principal, a la Junta General de Accionistas. De forma subsidiaria, podrá ejercitarla la minoría accionarial que represente como mínimo el 5% del capital social. En caso de que ninguno de los anteriores decida ejercer esta acción, corresponderá a los acreedores de la sociedad, siempre que el patrimonio social sea insuficiente para la satisfacción de sus créditos.

Esta acción no tiene finalidad sancionadora, sino resarcitoria de los daños ocasionados a la sociedad por las acciones u omisiones que realizó el órgano de administración, fundándose ésta en la vulneración del deber de lealtad o diligencia que ha empobrecido de manera directa a la sociedad (Puetz, 2019, pp. 82-84).

En segundo lugar, el ordenamiento jurídico español en su artículo 241 LSC regula la acción individual de responsabilidad que tiene como finalidad el resarcimiento cuando la acción u omisión del órgano de administración lesiona los intereses de los socios o terceros. El éxito de esta acción exige un nivel probatorio muy elevado en cuanto hay que demostrar en primer lugar, que el daño recae directamente en el patrimonio del socio o del tercero y, en segundo lugar, que no es un daño indirecto o derivado de otras acciones u omisiones sociales (Benchetrit, 2019, pp. 34-36).

Atendiendo la gran amplitud de esta acción, la jurisprudencia ha acotado sus límites para evitar la desnaturalización de la misma. La Sentencia del Tribunal Supremo 253/2016, de 18 de abril¹⁶, establece ciertos requisitos para que prospere la acción: (i) una acción u omisión por parte del órgano de administración, (ii) la imputabilidad de la conducta al órgano de administración, (iii) la antijuricidad de la conducta, como consecuencia de incumplir deberes legales o estatutarios, (iv) un daño directo al patrimonio del socio o del tercero y (v) la existencia de una relación de causalidad entre el comportamiento (activo u omisivo) y el daño directo.

Profundizando en estos límites, la jurisprudencia ha actuado contra el abuso de esta acción por parte de terceros. La Sentencia del Tribunal Supremo 665/2020, de 10 de diciembre¹⁷, establece que la acción individual es extraordinaria. Con ello rechaza que esta vía pueda utilizarse de manera amplia y continua por los acreedores (y el resto de terceros) como un posible seguro o garantía frente a incumplimientos contractuales de la sociedad. Por tanto, se deriva que el administrador no es un garante del tráfico jurídico, con la excepción de que su conducta cumpla con los requisitos anteriormente descritos.

¹⁵ ECLI:ES:TS:2023:1290

¹⁶ ECLI:ES:TS:2016:1650

¹⁷ ECLI:ES:TS:2020:4072

4.- El papel del Consejo de Administración durante el procedimiento de la oferta

Una vez formulada la OPA, la sociedad afectada queda sometida a un régimen imperativo cuya finalidad es trasladar a los accionistas el poder de decisión sobre la operación. Dicho régimen tiene su origen en la Directiva 2004/25/CE y se encuentra actualmente recogido en la Ley 6/2023, de 17 de marzo, así como en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio. Durante el procedimiento, la autonomía de gestión del Consejo de Administración queda sustancialmente restringida: su función principal pasa a ser la de informar a los accionistas sobre las condiciones de la oferta y velar por la transparencia del proceso, quedando sujeto al deber de pasividad que se analizará *infra*.

4.1.- Fase preliminar

La primera obligación del órgano de administración surge antes de que la CNMV autorice el folleto de la oferta. Desde el momento en el que el Consejo de Administración tiene conocimiento de las primeras negociaciones o de la intención de un tercero de formular una OPA, queda sometido al régimen de información privilegiada del reglamento (UE) 596/2014 sobre Abuso del Mercado.

En esta fase, la prioridad del Consejo es la contención de las asimetrías informativas y la potencial volatilidad de la cotización de la acción en el mercado. Debe destacarse que incurre en responsabilidad si, ante filtraciones que alteran la cotización habitual de la acción, no solicita a la CNMV la suspensión cautelar de la cotización, así como si realiza la emisión de una comunicación privilegiada (Farrando Miguel, 2019, pp. 1279-1283). Este deber de actualización de la información continua se ha podido observar en operaciones recientes como el intento de OPA del BBVA sobre Banco Sabadell, donde el Consejo de la empresa sujeta a la OPA asume la obligación de colaboración ininterrumpida con el órgano supervisor, debiendo comunicar al mercado cualquier hito (ordinario o extraordinario) que pueda alterar las bases de la oferta (Rodríguez Navarro, 2025, pp. 89-91).

4.2.- El informe del Consejo de Administración

Una vez la oferta ha sido admitida por la CNMV, el deber de pasividad impide la adopción medidas unilaterales por parte del órgano de administración (*véase infra*). En este momento procedimental, la emisión del informe preceptivo del órgano de administración es la obligación más relevante del Consejo. Este deber procede del artículo 9.5 de la Directiva 2004/25/CE que se ha transpuesto en el artículo 24 del Real Decreto 1066/2007.

Este informe es el cauce regulatorio a través del cual el órgano de administración rinde cuentas y “orienta” al inversor, debiendo publicarse en un plazo máximo de diez días naturales desde el inicio del periodo de aceptación (García de Enterría Lorenzo Velázquez, 2020, pp. 520-525). Este informe debe contener como mínimo las menciones siguientes: (i) valoración técnica de la oferta recibida que debe incluir un pronunciamiento fundado sobre la equidad de la contraprestación y, sobre las repercusiones estratégicas de la oferta en el empleo y los centros de actividad de la sociedad; (ii) Revelación de acuerdos parasociales y/o de “lock-up”. La omisión de estos extremos vicia de nulidad el procedimiento informativo frente a la CNMV (Perdices Huetos, 2019, pp. 813-826). En último lugar, (iii) el informe debe contener la declaración de intenciones de cada uno de los consejeros sobre si acudirá a la OPA con los valores que son de su propiedad.

4.3.- Ofertas competidoras y la igualdad de trato

La regulación actual permite al órgano de administración buscar activamente ofertas competidoras que maximicen el valor para el accionista. Tal facultad se regula en el artículo 42

del Real Decreto 1066/2007, permitiendo al Consejo facilitar el acceso a información interno y negociar los gastos de preparación.

Esta facultad tiene una limitación inquebrantable: el principio de igualdad de trato. Si el Consejo de Administración abre sus libros a una empresa tercera que tiene por objetivo adquirir la sociedad que está siendo objeto de una OPA, la Directiva 2004/25/CE le obliga a suministrar esa misma información (idéntica en alcance y formato) al oferente hostil (Sánchez-Calero Guilarte, 2019, pp. 964-968). El Tribunal de Justicia de la Unión Europea en su Sentencia de 15 de octubre de 2009, Asunto C-101/08¹⁸, consagra este principio de no discriminación, impidiendo cualquier intento por parte del órgano de administración de usar el acceso a esa información corporativa como una barrera asimétrica para el que intenta adquirir la sociedad de manera hostil.

4.4.- Escrutinio contencioso-administrativo

La corrección del procedimiento, especialmente la validez de los distintos métodos de valoración financiera utilizados por el órgano de administración en el informe, está sometida a la autorización de la CNMV y a la posterior impugnación en la jurisdicción contencioso-administrativa. Este control tuvo su punto de inflexión durante la OPA de exclusión sobre Cementos Portland Valderrivas.

En este caso, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril de 2019¹⁹, anuló la autorización dada por la CNMV cuestionando en sus fundamentos el método de descuentos de flujo de caja aportados en el informe de los administradores y que se realizaron por la entidad bancaria Banco Santander. Posteriormente, la Sentencia del Tribunal Supremo 1582/2020, de 23 de noviembre²⁰, revocó el fallo del órgano inferior. El Alto Tribunal avaló el procedimiento validado por el órgano supervisor, confirmando que el informe del Consejo de Administración tiene presunción de licitud si es avalado por métodos financieros admitidos normativamente, impidiendo que los tribunales sustituyan este criterio.

En último lugar, es importante determinar quién ostenta la legitimación activa para la impugnación de estos actos. Atendiendo a la regulación actual, ostenta tal legitimación quien tenga un derecho o interés legítima directo y personal, incluyendo principalmente a los accionistas y entidades cuyos derechos o patrimonio se vean afectados. Esta legitimación en ningún caso corresponde a los fondos titulares de derivados financieros como se pudo observar en el procedimiento de la OPA sobre el Grupo Telepizza. En el seno de éste, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 10 de marzo de 2022²¹, desestimó la pretensión de los titulares de los derivados por falta de legitimación activa en el proceso, hecho que posteriormente fue confirmado por el Auto del Tribunal Supremo de 22 de septiembre de 2022²². Estas soluciones judiciales vienen confirmadas por la doctrina, por cuanto los titulares de derivados carecen de legitimación activa para recurrir las decisiones de la CNMV, blindando, por tanto, el procedimiento frente a terceros que no tienen la condición de accionistas (Navalpotro Ballesteros, 2025, pp. 17-19).

¹⁸ ECLI:EU:C:2009:626

¹⁹ ECLI:ES:AN:2019:1106

²⁰ ECLI:ES:TS:2020:3977

²¹ ECLI:ES:AN:2022:939

²² ECLI:ES:TS:2022:12535A

5.- El deber de diligencia ante una OPA hostil

La aparición de una Oferta Pública de Adquisición de carácter hostil somete al órgano de administración a una verificación crítica. En este escenario, las decisiones tomadas por el Consejo de Administración son escrutadas tanto por el mercado como por el órgano supervisor, así como por los tribunales. El parámetro fundamental que mide si la actuación está siendo lícita es el deber de diligencia, así como el de lealtad que se estudiará *infra*. En estos casos existe una tensión para buscar el equilibrio entre la fiscalización de las posibles conductas negligentes y la protección de la discrecionalidad empresarial de los administradores cuando rechazan una oferta basándose en la defensa del proyecto corporativo individual a largo plazo²³.

5.1.- El deber de diligencia

El ordenamiento jurídico español, tras la gran reforma realizada con la Ley 31/2014, superó de manera definitiva el ya obsoleto estándar civil de “buen padre de familia” para consagrar en el artículo 225 de la Ley de Sociedades de Capital un estándar de conducta profesional, objetivo y cualificado: la diligencia de un “ordenado empresario”, concepto que debe ser evaluado en función de las capacidades y conocimientos que objetivamente se espera de quien debe gestionar una empresa como si fuera su sociedad (Cerrato, 2015, p. 76).

Este deber ha de ser enjuiciado caso por caso, considerando en todo momento las habilidades del órgano de administración para la determinación de la posible culpa o negligencia. Esto implica, por tanto, que este deber sigue teniendo determinados elementos subjetivos, que sobre todo tienen cierto valor cuando se contraponen a los asuntos sobre los que el órgano de administración debe pronunciarse en el ejercicio de sus facultades decisorias (Ribas Ferrer, 2024, pp. 1086-1092). No obstante, el estándar de diligencia es objetivo: el administrador no puede invocar su falta de capacidad para justificar una actuación inferior a la de un ordenado empresario. Ahora bien, dado que la responsabilidad exige acreditar dolo, culpa o negligencia, las circunstancias personales del administrador siguen siendo relevantes en sede de imputación (Recalde Castells, 2016, pp. 247-248).

Para seguir con la delimitación del deber de diligencia cabe hacer referencia a la Sentencia del Tribunal Supremo 665/2020, de 10 de diciembre²⁴, en la cual se establece que el deber de diligencia no se vulnera por el simple incumplimiento legal o estatutario, ni por la posibilidad de que el administrador cometa un error, sino que es consecuencia de que este incumplimiento sea absolutamente consciente por dolo o culpa, o bien, aun cuando no lo haya realizado de una manera absolutamente voluntaria, debería haberlo previsto según los estándares de la profesión. Esta sentencia, además, determina que la diligencia requiere de una conducta activa no solo respecto de las acciones u omisiones del propio administrador, sino que también se debe tener en cuenta la vigilancia sobre las personas en las que delegue sus facultades.

Es importante tomar en consideración que con la nueva redacción del artículo 225 LSC no hay ocasión en la cual el administrador (entendido como órgano de administración) pueda decidir abandonar el desempeño diligente de su cargo. Esta nueva redacción que incluye “en todo caso”, implica que cuando haya un conflicto de intereses entre el interés de la sociedad y los propios del administrador, se resolverá siempre a favor de los intereses de la sociedad (Sánchez-Calero

²³ Ejemplo de ello es la defensa realizada por el Banco de Sabadell en la que su presidente estableció que por sí solos crearían un mayor valor para los accionistas de ambas entidades (Banco Sabadell, 2025).

²⁴ ECLI:ES:TS:2020:4072

Guilarte, 2021, pp. 255-259). Esto cobra especial importancia en el caso de una OPA y, especialmente, en el caso de una OPA hostil.

Es así, porque de manera habitual cuando una sociedad es absorbida por otra, independientemente de si ha sido de manera amistosa u hostil, los administradores de ésta pierden su posición dentro del órgano de administración. Ello, por tanto, implica que los administradores se encuentran ante una dicotomía entre sus intereses y los intereses de la sociedad. Atendiendo a la redacción del artículo 225 LSC, siempre deberá primar el interés social hecho que en un marco teórico resulta relativamente sencillo de determinar, pero que en la práctica puede ser mucho más complicado.

En el plano fáctico, los administradores se ven presionados para obtener el mejor resultado para la sociedad intentando que ello no repercuta en sus intereses. Eso puede llevar a que en algunas ocasiones los administradores busquen puntos no óptimos para los accionistas, pero que tampoco sean del todo negativos para ellos. Ejemplo de ello puede ser el hecho de realizar movimientos defensivos (que se estudiarán *infra*) con la intención de hacer más atractiva, de lo que en la realidad es, la sociedad que representan con el fin de que los accionistas rechacen la oferta.

Prosiguiendo con el análisis del deber de diligencia, cabe destacar como complementario e incluso necesario el deber de legalidad, que se puede diferenciar entre el deber de legalidad general y el deber de legalidad especial. El primero de ellos hace referencia al cumplimiento normativo (legal y estatutario) frente a terceros, mientras que el deber especial de legalidad hace referencia al cumplimiento *inter partes*. No hay discusión sobre el deber general de legalidad, en cuanto está completamente aceptado en nuestro ámbito jurídico, mientras que más dudas ha generado el deber especial de legalidad, por cuanto se requiere un mayor estudio si no se quiere caer en la banalidad.

Respecto a este último, la doctrina lo ha aceptado, pero ha manifestado su poca relevancia práctica por cuanto el hecho de que cumplir la legislación es un requisito necesario del deber general de legalidad y del de diligencia (Paz-Ares Rodríguez, 2023, pp. 2469-2472). Además, se discute si es adecuado y entra dentro del posible deber de diligencia la opción de contravenir la legalidad vigente como consecuencia de que su infracción genera mayor valor para el accionista en comparación con su observancia. La respuesta que da la doctrina a ello es negar la opción de incumplir la legislación para obtener un mayor valor; ello no obedece únicamente a las consecuencias jurídicas de la acción en sí, sino que tiene en cuenta todo lo que rodea la toma de decisión, incluyendo tanto el pasado como el futuro, haciendo que la viabilidad jurídica, societaria y ética quede en entredicho (Paz-Ares Rodríguez, 2023, pp. 2475-2479).

Lo expuesto respecto al deber de legalidad en este apartado es el complemento del deber de diligencia, así como un factor valorativo de este. Por ello, es importante tener en cuenta que el deber de legalidad ayuda a modular el deber de diligencia, pero puede haber ocasiones en que el deber de legalidad se cumpla y el de diligencia no, e incluso, aunque menos habitual, que ocurra lo contrario: que el deber de diligencia se esté cumpliendo mientras que el de legalidad no.

Siguiendo con el análisis del deber de diligencia contenido en el artículo 225 LSC, debe destacarse su apartado tercero, que incluye el deber de información por parte del órgano de administración. En este apartado se describe que el Consejo de Administración tiene el deber de exigir y el derecho a recabar la información necesaria para el cumplimiento de sus funciones. De aquí se deriva que el administrador tiene el deber de informarse de manera activa, no con la mera

recepción pasiva de información. Además, debe emplear métodos adecuados y necesarios, es decir, aquellos métodos que sean suficientes y relevantes para las decisiones que debe tomar (Alfaro Águila-Real, 2015, pp. 318-324). Este apartado se incorporó a través de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, pero múltiples sentencias que utilizaban la legislación anterior ya preveían este deber/derecho. Ejemplo de ello es la Sentencia del Tribunal Supremo 316/2016, de 13 de mayo²⁵, en la cual el Tribunal determinó que el administrador no solicitó la información necesaria para la determinación de la acción, haciendo que la sociedad resultara perjudicada de tal falta de diligencia²⁶.

5.2.- La “business judgment rule”

La “business judgment rule” está actualmente regulada en el artículo 226 LSC y tiene por objetivo proteger a los administradores de la sociedad de las responsabilidades que serían consecuencia de un resultado desfavorable obtenido por una decisión errónea en su función de gestión y representación (Molina Pla, 2022, pp. 233-235). De este artículo se deriva que los deberes de los administradores son de medios y no de resultados, lo que implica que no garantizan el resultado de las operaciones que realizan, pero sí deben ejercer sus funciones con la mayor capacidad posible para obtener el resultado deseado (Alfaro Águila-Real, 2015, pp. 325-340).

Esta regla se positivizó en el ordenamiento jurídico español con la aprobación de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, pero previamente los tribunales la habían empezado a aplicar. En primer lugar, se debe destacar la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid 168/2007, de 13 de septiembre²⁷, en la cual se desestima la acción como consecuencia de que los administradores, a pesar de no haber obtenido el resultado deseado, actuaron con el nivel de diligencia exigido. También cabe destacar la Sentencia de la Audiencia Provincial de Las Palmas de Gran Canaria 197/2008, de 23 de abril²⁸, la cual establece que los administradores de las sociedades tienen capacidad para tomar aquellas decisiones que consideren oportunas con el fin de obtener el mejor resultado posible para la sociedad que gestionan y, en este caso concreto, para evitar procedimientos judiciales con otra sociedad.

Respecto a su aplicación, cabe destacar que esta no es automática, sino que deben darse las siguientes condiciones. En primer lugar, únicamente se puede aplicar en acciones positivas de los órganos de administración, no existiendo la posibilidad de que se aplique por omisión. En segundo término, se podrá aplicar esta discrecionalidad cuando los administradores estuvieran debidamente informados respecto a la decisión a tomar y las distintas opciones. En tercer lugar, los administradores no deben estar en una posición de conflicto de interés con la sociedad en la decisión a tomar. Cuarto, los administradores no deben haber violado ningún protocolo ni procedimiento establecido para la correcta formación del órgano. En último lugar, el órgano de administración debe haber actuado de buena fe, entendida esta como la ausencia de dolo en su actuación (Serrano Cañas, 2014, pp. 34-35).

El tercero de los requisitos ha sido objeto de un exhaustivo estudio por parte de la doctrina española, que ha concluido que el artículo 226.2 LSC abarca de manera amplia este desinterés. Esto es así en cuanto se considera que no es relevante si el administrador que tiene el conflicto se ha abstenido o no en la toma de decisión, sino que en todo caso que exista el posible conflicto

²⁵ ECLI:ES:TS:2016:2042

²⁶ Importante tener en cuenta que a pesar de que la sentencia es del año 2016, el procedimiento empezó en 2013 aplicando, por tanto, la legislación vigente en aquel momento.

²⁷ ECLI:ES:APM:2007:11813

²⁸ ECLI:ES:APGC:2008:1263

indirecto con el resto del órgano de administración (por el único motivo de formar parte del mismo) ya no puede aplicarse la “business judgment rule” (Megías López, 2022, pp. 278-280). La conclusión de la doctrina respecto al mismo ha sido que la lista de personas vinculadas al administrador debe considerarse como una lista abierta, siendo viable que haya un conflicto de intereses en aquellos vínculos no previstos por la legislación, ya que se ha considerado que no tiene razón de ser que pueda haber conflicto de interés con el hermano, pero no si actúa en favor de su primo (Górriz López, 2010, pp. 690-692; Megías López, 2022, pp. 280-281).

Una vez analizados los requisitos necesarios para la aplicación de esta regla, es importante tener en cuenta que el análisis de la situación debe realizarse desde el punto de vista anterior a la toma de decisión. Tal y como se establece en la STS 1149/2025, de 16 de julio²⁹, el punto de análisis de la toma de decisión debe ser *ex ante* y, por tanto, debe valorarse si justo en el momento previo a la decisión (i) se puede aplicar esta normativa y si (ii) la decisión tomada era razonable desde un sentido empresarial y no había temeridad.

Siguiendo con lo expuesto, la doctrina ha apuntalado lo establecido por la jurisprudencia, en cuanto considera que el órgano de administración a la hora de tomar una decisión se ve influenciado por cuestiones económicas exógenas a la compañía y que impiden o dificultan el resultado esperado de la decisión estratégica tomada en un primer momento. Por tanto, el análisis de la decisión tomada por el órgano de administración debe partir de la base de la intención *prima facie* y no desde el resultado obtenido (Hernando Cebriá, 2018, pp. 56-57). No obstante, a la hora de analizar la situación, deben tomarse en consideración aquellas decisiones que pudieron modificarse desde la toma de decisión hasta la obtención del resultado y que podrían mitigar el riesgo. En caso de no haberlas realizado, pudiéndolo hacer, la “business judgment rule” dejaría de aplicarse por no haber actuado con la diligencia de un ordenado empresario.

Para finalizar este apartado y la explicación de la “business judgment rule”, debe tenerse en consideración una especialidad concreta de la misma. Siguiendo el artículo 217 LEC, es la parte demandante quien, de manera habitual, debe probar que existían (o no) ciertos hechos, pero en este caso como es el administrador quien invoca la posible existencia de la “business judgment rule” y la concurrencia de los requisitos para su aplicación, debe ser él quien aporte las pruebas de la existencia de la misma. Así ha sido establecido por la doctrina por dos grandes motivos, el primero de ellos es que el administrador es quien ostenta la mayor facilidad probatoria de la existencia de esta eximente. En segundo lugar, debe ser el administrador quien aporte la prueba en cuanto la “business judgment rule” no es una “presunción de diligencia gratuita” y debe ser él quien aporte las pruebas, especialmente las de la información que tenía *ex ante* y que siguió el procedimiento adecuado según la información tenida en cada momento (García Mandaloniz, 2015, pp. 412-418; Guerrero Trevijano, 2014, pp. 170-175; Serrano Cañas, 2014, pp. 38-42).

5.3.- El deber de diligencia, la “business judgment rule” y la OPA hostil

Procede ahora aplicar las reflexiones anteriores a las OPAs hostiles. Este estudio es de vital importancia, ya que tal y como se ha señalado *supra*, en el momento en el que se inicia el procedimiento, el órgano de administración ve sus facultades modificadas y reducidas, impidiendo la realización de ciertas acciones.

A pesar de esta limitación, el Consejo de Administración no puede quedarse esperando a que los acontecimientos ocurran, sino que debe actuar como un asesor para sus accionistas. En primer

²⁹ ECLI:ES:TS:2025:3743

lugar, partiendo del deber de diligencia, el órgano de administración debe estar informado en todo momento sobre los distintos movimientos que ocurren respecto al procedimiento y aquello que de manera indirecta puede afectarlo³⁰. Ello implica necesariamente que este órgano realice todas las acciones que encuentre necesarias para obtener una valoración adecuada de la operación y sus implicaciones.

Además, debe tenerse en consideración que el Consejo debe emitir una opinión fundamentada respecto a la oferta. Ello necesariamente implica estar informado de la operación y sus implicaciones directas e indirectas, incluyendo la normativa y la valoración financiera de la operación y las sinergias/antisinergias que se pueden generar en el momento de la posible consumación de la operación. Todo ello debe ser valorado desde un punto de vista independiente, lo que debe resumirse en que los administradores deben velar por el mayor interés de los accionistas respecto a la OPA, independientemente de si en caso de que la operación salga adelante puedan perder su puesto en el Consejo de Administración de la sociedad resultante.

Respecto a este último punto, debe destacarse que el órgano de administración puede tomar aquellas decisiones que considere oportunas para la defensa de los socios, sobre todo en los casos en los que establezca que la oferta es insuficiente para su aceptación. El principal límite que encuentra es la regla de neutralidad, que se estudiará *infra*.

Todo lo expuesto se debe completar con la “business judgment rule”, que tal y como se ha señalado anteriormente, ofrece cierta amplitud de discrecionalidad a los administradores a la hora de tomar decisiones. En este sentido, se complementa con el deber de diligencia en cuanto los administradores no están amparados en esta discrecionalidad si no han estado correctamente informados. Por lo tanto, en el ámbito de una OPA, especialmente una hostil, pueden emitir una opinión no del todo acertada, pero pueden apelar a esta discrecionalidad si realizaron los movimientos adecuados para estar debidamente informados (y cumpliendo con los requisitos establecidos *supra*).

No obstante, debe cuestionarse si la “business judgment rule” resulta de aplicación en toda su extensión en el contexto de una OPA hostil. Tal y como se ha expuesto, uno de los requisitos esenciales para invocarla es la ausencia de conflicto de intereses por parte del administrador. Sin embargo, en este procedimiento se produce una situación paradójica: los miembros del Consejo de Administración son quienes deben valorar y emitir una opinión sobre una operación que en caso de que sea exitosa puede suponer la pérdida de sus cargos. Tal escenario genera un conflicto de intereses estructural e inevitable, ya que la decisión del órgano de administración de recomendar la aceptación (o no) de la oferta incide de manera directa en su continuidad en la sociedad. Es por ello que el deber de neutralidad cobra pleno sentido como mecanismo corrector, limitando las facultades del Consejo de Administración durante el procedimiento. De todo lo expuesto, se puede establecer que la “business judgment rule” no puede operar en el contexto de una Oferta Pública de Adquisición, al concurrir un conflicto de intereses.

³⁰ Un ejemplo puede ser en una OPA en la que una empresa quiere comprar una petroquímica con un precio X y dos semanas más tarde empieza una guerra en Oriente Medio que genera que el precio de los carburantes se multiplique y, así, los beneficios de la empresa sujeta a la oferta. En principio la empresa oferente modificará la oferta (implicando un nuevo pronunciamiento del Consejo de Administración), pero en caso de que no lo haga, el Consejo de Administración deberá informar de la situación a los accionistas y como se ve modificada su percepción en relación con la oferta y una posible modificación respecto a la recomendación de aceptar o no la misma.

Esta posibilidad de equivocarse debe aceptarse en el seno del órgano de administración, ya que incluso entre el propio órgano puede haber discrepancias sobre si la oferta es adecuada o no, lo cual no implica que una parte del órgano no esté actuando correctamente. Un claro ejemplo de esta posible discrepancia es David Martínez, quien en el momento del intento de la OPA del BBVA al Banco Sabadell se desmarcó del resto del Consejo y decidió aceptar la oferta (Bayón, 2025b). Esta decisión no implica que alguna de las partes actuara de manera incorrecta por el hecho de tener opiniones distintas, sino que, tras haber recabado toda la información necesaria, llegaron a una conclusión distinta que parecía razonable. Incluso en caso de que hubiera habido unanimidad en el Consejo de Administración, podrían haber tomado una decisión “incorrecta”, pero si hubieran realizado todo lo necesario para estar informados (y haber cumplido con el resto de los requisitos vistos), estarían dentro del marco del poder de discrecionalidad.

Otro aspecto a tener en cuenta es que el Consejo de Administración debe actuar de manera activa en este procedimiento, no permitiéndosele la inactividad, por lo que no se permiten las conductas omisivas de los administradores. Ello implica que el órgano de administración no puede delegar ni creer de manera absoluta en la valoración que reciben por parte de quien realiza el informe sobre si la oferta es adecuada o no, y tampoco puede actuar con pasividad ante aquellas acciones realizadas por terceros que impliquen una modificación fáctica de la situación real de la oferta³¹. En este último supuesto, el Consejo tiene la obligación de intervenir para proteger la valoración de la acción; es decir, cuando un tercero realiza alguna acción que implica una fuerte disminución del precio de la acción en el mercado.

En conclusión, el deber de diligencia tiene un impacto directo en el procedimiento de las Ofertas Públicas de Adquisición, estableciendo mínimos de actuación que deben acometer los administradores para: (i) ofrecer una valoración adecuada de la oferta recibida, (ii) emitir una recomendación informada a los accionistas sobre si vender o no sus acciones (así como las que ostentan los miembros del Consejo, que están legalmente obligados a comunicarlo) y (iii) evitar una gran bajada de la cotización de la acción como consecuencia de acciones de terceros. Todo ello, sin la protección de la “business judgment rule”.

6.- El deber de lealtad y la gestión de conflictos de intereses en el contexto de una OPA

El deber de diligencia analizado exige al órgano de administración un esfuerzo técnico, procedimental e informativo, mientras que el deber de lealtad constituye el centro del componente fiduciario del cargo que ostentan. En el contexto de una OPA hostil, este mandato es sometido a la máxima tensión dogmática y práctica. Es en este procedimiento donde aparece el “problema de agencia” que consiste en la divergencia entre el interés de los accionistas (que quieren maximizar el valor de su inversión, las acciones) y el interés personal de los administradores (que buscan mantener su posición dentro del Consejo de Administración y, por tanto, el modo de que la empresa no sea vendida) (Martínez, 2003, pp. 281-285).

6.1.- Contenido y alcance del deber de lealtad en el ordenamiento jurídico español

El deber de lealtad se encuentra regulada actualmente en los artículos 227 y siguientes LSC, que exigen a los administradores actuar con la lealtad de un fiel representante, de buena fe y en el mejor interés de la sociedad. Con la nueva legislación adoptada en 2014, los deberes de los

³¹ Esta situación se dará en todos aquellos casos en se realice una acción que modifique sustancialmente la valoración de las acciones y, por tanto, de la oferta.

administradores se han visto ampliados para asegurar la mayor protección de los accionistas, reforzando la imperatividad de los mismos (Hernando Cebriá, 2023, pp. 445-448).

Este deber recae tanto en los administradores de hecho como en los de derecho, y se caracteriza por la fidelidad del administrador, la buena fe y la primacía del interés social, conceptos que, pese a estar diferenciados, se superponen entre sí (Asenjo Rodríguez, 2018). Cabe destacar que el deber de lealtad es un deber común a toda relación representativa, que implica que el representante no debe actuar primando sus propios intereses, sino que deben primar los del representado; en caso de no hacerlo, el negocio jurídico realizado por el representante será ineficaz (Martínez-Cortés Gimeno, 2016, p. 44).

Este concepto que se está analizando debe ser delimitado en el ámbito de este trabajo como el interés de la sociedad, el cual debe ser identificado con lo que deciden los socios en la Junta General. Por ello, resulta fundamental analizar todas las acciones de los administradores de la sociedad respecto a estos intereses de la Junta General, en tanto que ostenta la propiedad de la compañía; por consiguiente, sus intereses priman sobre los de los administradores, empleados y acreedores (Martínez-Cortés Gimeno, 2016, p. 45).

El deber de lealtad ha sido delimitado por el Tribunal Supremo en la Sentencia 889/2021, de 21 de diciembre³², que ha establecido que la deslealtad no opera por el simple hecho de adoptar decisiones no acordes a los estatutos, sino que se debe constatar que los administradores han antepuesto el interés personal al de la sociedad³³. De esto se deriva que en algunas ocasiones la decisión leal y fiel es aquella que es contraria a los estatutos, los cuales están pensados y escritos en un momento determinado y que en muchas ocasiones no contemplan todos los escenarios posibles. Es por este motivo que el deber de lealtad incluye la buena fe y la fidelidad como parámetros de conducta, que permiten modular si una acción, a pesar de ser contraria a lo que en un principio es el interés de la sociedad, termina siendo la decisión adecuada en términos de lealtad hacia la compañía.

Prosiguiendo con el análisis pormenorizado de este deber, cabe destacar que el artículo 228 LSC establece un conjunto de obligaciones mínimas, de las cuales se destacan las siguientes; (i) la no ejercitación de facultades con fines distintos para aquellos que han sido concedidas (art. 228.a LSC), (ii) el deber de guardar secreto (art. 228.b LSC) y (iii) la adopción de medidas para evitar incurrir en situación de conflicto de intereses (art. 228.e LSC).

Una vez delimitadas y establecidas las obligaciones mínimas, se debe profundizar en el contenido. La doctrina ha considerado que el legislador ha asumido la máxima “no conflict-no profit”, que implica que el administrador debe evitar situarse en una posición donde el interés social y otro interés entren en colisión (“no conflict”) y, asimismo, no obtener provecho de una situación de conflicto que se haya generado, con independencia de su origen (“no profit”) (Díaz Moreno, 2014, p. 1; García Companys, 2019, pp. 772-773; Sáez Lacave, 2016, p. 15).

Otros aspectos de contenido analizados por la doctrina son: (i) la prohibición de intervención del administrador en el conflicto y (ii) el deber de comunicación de la existencia de un posible conflicto de intereses. Respecto a la primera, se prohíbe que los administradores actúen primando sus intereses a los de los socios; por su parte, el deber de comunicación se encuentra regulado en el art. 229.3 LSC y constituye el presupuesto habilitante para que los socios (Junta

³² ECLI:ES:TS:2021:4586

³³ La realización de una acción que no sea acorde a los estatutos entra dentro del ámbito del deber de diligencia estudiado *supra*.

General de Accionistas) autoricen a los administradores a realizar la actividad interesada (García Companys, 2019, p. 773; Mambrilla Rivera & Quijano González, 2006, p. 951). Esto ha sido confirmado por el Tribunal Supremo en la Sentencia 222/2016, de 7 de abril³⁴, y en la Sentencia 281/2017, de 10 de mayo³⁵. La primera de ellas estableció que quien se encuentra en una posición de conflicto de intereses tiene el deber de comunicarlo al resto de administradores (o a la Junta, en caso de que sea administrador único), y que tal acción es una manifestación del deber de lealtad. Asimismo, la segunda resolución condenó al administrador que solicitó un préstamo para la sociedad, pero que no aplicó dicho préstamo a los fines de la sociedad (Sarazá Jimena, 2019, pp. 789-790).

Una vez analizado el deber de lealtad, cabe hacer hincapié en su proyección en las Ofertas Públicas de Adquisición. En estas situaciones, nos encontramos ante el problema de agencia descrito *supra*, lo que de manera intrínseca implica que los administradores se hallen en un conflicto de intereses por la posibilidad de perder su posición en el Consejo de Administración. Por consiguiente, en este ámbito el deber de lealtad debe interpretarse con mayor amplitud, exigiendo un examen exhaustivo de las actuaciones de los administradores durante el procedimiento.

El claro ejemplo de ello y del que debe hacerse un especial análisis es el deber de secreto regulado en el artículo 228.b LSC. En estos procedimientos el deber de secreto se ve limitado por las normativas específicas que obligan a la comunicación de información privilegiada y otra información relevante³⁶. En estos casos, al estar en el ámbito de una empresa cotizada, se debe hacer pública toda la información privilegiada y/o relevante (salvo aquellas excepciones del artículo 17.4 RAM) (Farrés Pineda, 2020, pp. 43-44). Se observa, por tanto, una gran limitación en el deber de secreto de los administradores, lo que no implica que no sea de aplicación, sino que su ámbito se estructura en aquella información no privilegiada y/o no relevante, pero que de igual manera debe de ser preservada por el bien de la sociedad.

Para finalizar este análisis cabe destacar que tal y como se ha señalado en la STS 613/2020, de 17 de noviembre³⁷, los artículos 228 y 229 LSC no son *numerus clausus*, por lo que la regla del artículo 227 LSC mantiene su valor de cláusula general y permite valorar otras conductas de los administradores. Asimismo, cabe subrayar que el artículo 230 LSC establece la imperatividad del deber de lealtad, que puede ser dispensado siempre que exista una autorización acordada por la Junta General cuando el administrador obtenga una ventaja o remuneración de terceros, o afecte a una transacción que tenga un valor superior al diez por ciento de los activos. En el resto de casuísticas, la autorización podrá ser dada por el órgano de administración, siempre que se asegure la independencia de los miembros que la conceden.

6.2.- Conflictos de intereses en situaciones de Ofertas Públicas de Adquisición hostiles

Tal y como se ha descrito *supra* las operaciones de adquisición de empresas no son unas simples transacciones, sino que es donde el deber fiduciario de los administradores se somete a la mayor prueba. En una Oferta Pública de Adquisición hostil, el conflicto de intereses deja de ser algo

³⁴ ECLI:ES:TS:2016:1504

³⁵ ECLI:ES:TS:2017:1859

³⁶ La normativa a la que se hace referencia sobre la limitación del deber de secreto es: (i) artículos 226 y 227 de la Ley de Mercados y Valores, (ii) el Real Decreto 1066/20027, de 27 de julio relativo al régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y (iii) al artículo 17 del Reglamento (UE) nº596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (RAM).

³⁷ ES:TS:2020:3794

teórico para convertirse en un elemento estructural, inherente a la propia naturaleza del procedimiento.

6.2.1.- La OPA hostil como elemento clave del problema de agencia

En la teoría de la agencia hay dos sujetos, uno de los cuales es el principal (accionistas) y el otro el agente (administradores) que habitualmente tienen un interés común: obtener el mayor beneficio posible para cada uno de ellos (para el agente la obtención de la comisión y para el principal la obtención del mayor valor posible de la acción realizada por el agente), atendiendo a características como son: la aversión del riesgo, la incertidumbre y la capacidad de corrección de acciones realizadas, entre otras (Gaviria Gil & Santana Rodríguez, 2016, pp. 160-161; Holmstrom & Milgrom, 1991, pp. 24-30; Jensen & Meckling, 1976, p. 309; Ross, 1973, p. 134). En los casos habituales tanto accionistas como administradores tienen un interés común: la maximización del valor de la sociedad.

En el momento en que se inicia el procedimiento de una OPA hostil ya no hay este interés común, sino que existe una divergencia entre los intereses de los accionistas y los de los administradores. Los primeros están interesados en obtener el mayor valor de la empresa, ya sea manteniéndose como sociedad independiente, integrándose en la sociedad oferente o bien vendiendo sus acciones; mientras que los administradores quieren preservar su posición en el Consejo de Administración, expectativa que, habitualmente, se ve frustrada en aquellos supuestos en los que la oferta termina con el éxito de la toma de control e integración de ambas compañías.

Es en estas situaciones donde el problema de agencia se muestra de manera más contundente y dónde el deber de lealtad establecido en la actual legislación debe permitir que los administradores actúen de manera adecuada en busca del mayor beneficio para la sociedad (los accionistas), y que no tengan como factor determinante el perjuicio que pueden sufrir.

6.2.2.- El riesgo de atrincheramiento (“entrenchment risk”)

Este perjuicio que pueden sufrir los administradores en el seno del procedimiento de la adquisición de la sociedad que administran cristaliza en lo que la doctrina española e internacional han denominado riesgo de atrincheramiento (“entrenchment risk”). Este término permite definir una situación en la que los administradores aprovechan su posición en la organización para actuar de manera que obtengan un beneficio personal por encima del beneficio de la sociedad y de los accionistas (Waseem et al., 2023, pp. 37-38).

En el procedimiento de una OPA hostil el atrincheramiento consiste en que el Consejo de Administración percibe la oferta como un ataque hacia el proyecto corporativo, y no como una oportunidad de generar valor para la sociedad y los accionistas. Atendiendo al artículo 227 LSC, el deber de lealtad es lo contrario al atrincheramiento. Por tanto, aquél administrador que rechaza y/o entorpece un procedimiento de estas características para mantener su posición incurre en una “expropiación” indirecta del derecho de decisión del accionista (Sánchez Andrés, 2003, p. 338).

Por ende, ante este procedimiento, los administradores deben priorizar el interés social y el de los accionistas por encima del suyo propio; de lo contrario, infringirían el artículo 227 LSC con las responsabilidades legales que ello leve aparejadasconcreto. Para evitar este gran conflicto de intereses y el riesgo de atrincheramiento, el legislador debe buscar medidas que vayan más allá de la regla de neutralidad (que se estudiará *infra*) y que sean verdaderamente efectivas.

6.2.3.- Manifestaciones fácticas del conflicto en la fase de oferta

El conflicto de intereses en la fase de oferta no aparece de la manera habitual en la que los administradores intentan apropiarse de activos, o mediante la captación de parte del negocio para el disfrute personal. En este caso específico, el conflicto de interés se muestra de maneras particulares entre las que cabe destacar: (i) la asimetría informativa sesgada y (ii) la búsqueda condicionada de un caballero blanco (“White Knight”).

Respecto a la primera, la asimetría de información, el Consejo de Administración ostenta el monopolio de la información interna de la empresa, y puede decidir de qué manera comunicarla y que acciones realizar con ella³⁸. Es en este momento previo a la comunicación de la información donde los administradores pueden modular cómo anunciarla al mercado para ofrecer unas perspectivas acordes a sus intereses. En este caso, el objetivo es buscar que la proyección de la empresa es superior a la oferta recibida, para así evitar que el accionista acepte la oferta, aunque en el contexto continental europeo, la doctrina ha evidenciado cómo resulta más sencillo trasladar noticias con impacto negativo en los resultados que comunicar eficazmente las positivas (Crecente Romero, 2010, p. 6; García Lara & Mora Enguánados, 2003, pp. 261-262).

Prosiguiendo con el análisis de la segunda cuestión, buscar un caballero blanco implica indagar un oferente alternativo en busca de un precio mayor que la oferta inicial. Esta es una actividad permitida en la legislación española siempre que tenga la finalidad de obtener un mayor beneficio para el accionista, hecho que en ocasiones no ocurre, lo que supone incurrir en un incumplimiento por parte de los administradores. Aquí el conflicto de intereses se manifiesta en cuanto el administrador no busca maximizar el precio para el accionista, sino que busca mantener su posición y ofrece a esta empresa “nueva” un trato preferente a cambio de asegurar su permanencia en el órgano de administración (Sánchez-Calero Guilarte, 2019, pp. 969-971).

En el contexto español, este segundo escenario presenta una incidencia marginal. A tal efecto, en el marco de los acuerdos previos a la OPA, los oferentes exigen la incorporación de cláusulas de ruptura (“break-up fees”). Estas disposiciones establecen penalizaciones dinerarias de gran cuantía para la sociedad afectada en el supuesto de que decida materializar la operación con un tercero concurrente (Casado, 2021)³⁹. La trascendencia de este mecanismo radica en que el mercado español se caracteriza por el predominio de las operaciones de naturaleza amistosa, consiguientemente, estas cláusulas operan como un blindaje disuasorio de ofertas competidoras de carácter hostil.

Para evitar estos conflictos de intereses, la STS 613/2020, de 17 de noviembre⁴⁰, consolidó que el artículo 227 LSC actúa como cláusula general, facultando a los tribunales para sancionar como desleal cualquier conducta realizada por el Consejo de Administración que, a pesar de ser lícita según la legislación vigente, no es leal con los accionistas.

6.3.- Prohibición de medidas que perjudiquen al interés social

El parámetro último para determinar si un administrador ha vulnerado el deber de lealtad ante una Oferta Pública de Adquisición hostil es el interés social. Atendiendo al artículo 227.1 LSC, los

³⁸ Cabe recordar al lector la obligación por parte del Consejo de Administración de informar debidamente de aquella información que sea relevante y/o privilegiada atendiendo a la normativa aplicable en cada momento.

³⁹ Ejemplo de ello es la OPA entre MásMóvil sobre Euskatel, donde la primera ha impuesto una multa del 15% sobre el valor de la oferta si rompen el acuerdo y se van a una OPA competidora.

⁴⁰ ES:TS:2020:3794

administradores tienen la obligación de actuar en el mejor interés de la sociedad. En estos posibles cambios de propiedad, la división entre el interés personal del administrador y el interés de la sociedad exige establecer una línea clara entre la defensa de la compañía y la deslealtad.

6.3.1.- La delimitación del interés social en el contexto de una OPA

El concepto y su delimitación han sido estudiados *supra*, pero cabe recordar que el interés social hacer referencia al interés común de los accionistas, con la intención última de la maximización sostenida del valor económico de la sociedad (Alfaro Águila-Real, 2016, p. 234). Una vez realizado este recordatorio, cabe analizarlo en el marco de una OPA.

En este contexto el interés social puede ser diverso: en primer lugar, puede ocurrir que la oferta presentada por la empresa oferente sea adecuada atendiendo a la valoración aportada por expertos independientes por lo cual, en este caso, el interés social sería aceptar la oferta, en cuanto esta ofrece un valor adecuado o superior a la valoración de la empresa, permitiendo que el inversor (accionista) obtenga una prima. En segundo lugar, cabría la posibilidad de que la oferta presentada sea inferior a la valoración independiente, lo que generaría que los accionistas obtendrían un mayor beneficio no vendiendo la sociedad.

De las decisiones descritas se desprende que el interés social en este contexto depende de la situación concreta de la oferta y las empresas oferentes y ofertadas. Además, cabe destacar que las acciones son un valor cuyo precio varía diariamente, generando cambios en la adecuación de la oferta. Por consiguiente, la determinación del interés constituye un factor dinámico que, a lo largo del procedimiento, puede verse alterado por la mera oscilación en el precio de mercado de las acciones de las sociedades implicadas.

Atendiendo a lo expuesto, el interés social en este contexto se ve condicionado por la situación concreta de cada momento del proceso; lo que obliga a que los administradores tengan que adaptarse a los cambios de situación para ofrecer a los accionistas el mayor beneficio posible, ya que, en caso contrario, estarían perjudicando a los inversores, lo que constituiría una posible deslealtad.

6.3.2.- Primera aproximación a las medidas defensivas en el marco del interés social

Aunque las medidas defensivas se analizaran *infra*, debe realizarse una primera aproximación a ellas en el contexto de su afectación al interés social de la sociedad. Una medida defensiva se define como aquella actuación que se realiza una vez empezado el procedimiento de OPA hostil y que tiene por objeto intentar evitar la consecución de la misma, diferenciándose de las medidas preventivas en que estas se realizan de manera previa al inicio del procedimiento de oferta (Payet Puccio, 2001, p. 112).

Respecto a las medidas preventivas, el análisis a realizar es de una complejidad inferior ya que, al no haberse iniciado el procedimiento, la regulación de OPAs aún no es aplicable, por lo que es de aplicación todo lo descrito *supra* respecto al deber de lealtad y diligencia sin ningún elemento adicional más allá de que prime el interés social, siendo este el límite más claro para el Consejo de Administración. En cambio, las medidas defensivas quedan sometidas a la regulación específica de las Ofertas Públicas de Adquisición, la cual incluye el deber de pasividad que, en este contexto, es un complemento delimitador de la actuación de los administradores.

Las medidas defensivas se aplican en el momento en que el conflicto de intereses de los administradores se encuentra en su punto más elevado, tal y como se ha descrito anteriormente. En este punto, realizar medidas defensivas para evitar que la OPA se apruebe no debe ser

considerado en sí mismo una vulneración del interés social, sino que deben analizarse distintos factores⁴¹. Algunos de ellos son: (i) la ponderación entre la valoración independiente de la oferta y el precio ofrecido, (ii) cuál es la realidad de la oferta en el momento en que se realiza el movimiento defensivo, (iii) las expectativas del movimiento defensivo y (iv) la proporcionalidad de la medida adoptada en relación al objetivo que se pretende proteger⁴².

De lo expuesto se deriva que las medidas defensivas se podrán realizar o no atendiendo al interés social de la compañía y deberán cumplir con los factores anteriormente establecidos. Además, aparte del cumplimiento de estos requisitos, deberán cumplir con los requisitos legales adicionales en el procedimiento de OPAs, entre los que se debe destacar el deber de neutralidad de los administradores, el cual se estudiará *infra*.

6.4.- Responsabilidad derivada de conductas desleales

Para finalizar este apartado, cabe establecer cuál es la responsabilidad que puede tener un administrador en caso de actuar (u omitir) de manera desleal. Expuestas las acciones de responsabilidad social e individual de los administradores (véase *supra*), cabe examinar las consecuencias específicas de la infracción del deber de lealtad en el contexto de una OPA hostil donde, tal y como se ha afirmado en repetidas ocasiones, el riesgo de conductas desleales se intensifica.

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, reforzó el régimen sancionador de las conductas desleales. El nuevo artículo 227.2 LSC establece que “la infracción del deber de lealtad determinará no solo la obligación de indemnizar el daño causado al patrimonio social, sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador”⁴³. De aquí se deriva un doble mecanismo de reparación (restitución e indemnización) que actúa de manera acumulativa. Tal y como señala la doctrina, la deslealtad corporativa implica una desviación de valor de la esfera de la sociedad a la esfera individual, como consecuencia de la anteposición de los intereses propios a los sociales (Paz-Ares Rodríguez, 2015, p. 44).

A este régimen se debe añadir el artículo 232 LSC, que establece la compatibilidad entre la acción de responsabilidad de los artículos 236 y siguientes y las acciones de impugnación, cesación, remoción de efectos y anulación de los actos y contratos celebrados por los administradores con violación de su deber de lealtad⁴⁴. Esta regulación de reparaciones con sustantividad propia ha sido calificada por la doctrina como un régimen de responsabilidad agravado respecto del general (Masseguer, 2018; Vidal Riudor & Bravo, 2025).

⁴¹ Todo ello únicamente teniendo en cuenta la propia medida respecto al deber de lealtad y el interés social. En este momento aún no se valora juntamente con la regla de pasividad que se estudia en el punto siguiente.

⁴² Téngase en consideración que las expectativas no pueden ser fruto de lo establecida por los administradores, sino que debe haber elementos objetivos que las sustenten, con un especial interés en que sean realizadas por terceros independientes.

Respecto a la proporcionalidad, aunque no es una materia donde haya una posible vulneración de derechos fundamentales, resulta de utilidad la prueba de proporcionalidad establecido por el Tribunal Constitucional en múltiples sentencias, como por ejemplo la STC 159/2009, de 29 de junio. Esta prueba incluye los siguientes tres requisitos de estudio: juicio de idoneidad, juicio de necesidad y que la medida sea ponderada y equilibrada (tiene más beneficios para el interés general -social- que perjuicios).

⁴³ Véase el artículo 227.2 LSC en <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2010/07/02/1/con>

⁴⁴ Véase el artículo 232 LSC en <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2010/07/02/1/con>

En el escenario de una OPA hostil, las conductas desleales de los administradores de la sociedad afectada pueden ir en distintas direcciones de las que se destacan las siguientes dos. En primer lugar, aquellas medidas que tienen por finalidad frustrar la oferta en defensa de su propia continuidad en el cargo, anteponiendo así su interés al de los accionistas (véase el deber de pasividad *infra*). En segundo lugar, la cooperación interesada con el oferente cuando el administrador facilita (o no se opone a) la operación a cambio de posibles ventajas particulares, como la permanencia en el órgano de administración o la percepción de indemnizaciones. Este segundo caso, tal y como se ha observado *supra*, es una infracción directa de las obligaciones de evitar situaciones de conflicto de intereses y de no obtener ventajas o remuneraciones de terceros asociadas al desempeño del cargo, sin posibilidad de que la dispensa del artículo 230 LSC pueda operar automáticamente, al requerir la autorización singularizada de la Junta General de Accionistas (Otegui Jáuregui, 2018, pp. 216-218).

La responsabilidad que se deriva de las conductas descritas presenta ciertas particularidades en el contexto de OPAs. En primer lugar, respecto a la determinación del perjuicio causado, la STS 449/2025, de 20 de marzo⁴⁵, ha establecido que la infracción del deber de lealtad no solo genera la obligación de resarcir el daño patrimonial efectivo, sino que la mera omisión de comunicar el conflicto de intereses constituye en sí misma un incumplimiento grave del deber de lealtad, con independencia de que se acredite un daño económico inmediato (Vidal Riudor & Bravo, 2025). En el contexto de una OPA hostil, el perjuicio puede concretarse en la pérdida de la prima de control que los accionistas hubieran podido percibir de haberse tramitado la oferta sin interferencias desleales, o en la disminución de la cotización de las acciones como consecuencia de la incertidumbre provocada por la actuación del órgano de administración (Alfaro Águila-Real, 2010, p. 484).

En segundo término, cabe recordar que, atendiendo al artículo 239.1 LSC, el socio (o socios) que representen al menos el porcentaje exigido para solicitar la convocatoria de una Junta General de Accionistas pueden ejercitar directamente la acción social de responsabilidad que se base en la infracción del deber de lealtad, sin necesidad de someter tal decisión a la Junta (García-Villarrubia, 2019). Esta legitimación tiene especial relevancia en el contexto de una OPA hostil, donde el control de la Junta puede encontrarse en disputa y donde condicionar el ejercicio de la acción al previo acuerdo podría privar de eficacia a la misma.

En tercer lugar, la infracción del deber de lealtad puede trascender al ámbito penal. Tras la reforma realizada por la Ley Orgánica 1/2015, de 30 de marzo, el artículo 252 del Código Penal tipifica el delito de administración desleal, castigando al que, teniendo facultades de administración sobre un patrimonio ajeno, las infrinja excediéndose en su ejercicio y causando un perjuicio al propio administrado⁴⁶. En este contexto, la doctrina ha entendido que “perjuicio” engloba no solo el menoscabo monetario, sino también la frustración del fin al que estuviera orientado el patrimonio administrado (Pastor Muñoz, 2016, pp. 16-18). Respecto a este delito, no hay ninguna duda cuando se realiza por acción, pero en el plano omisivo cabe destacar que la STS 427/2009, de 29 de abril⁴⁷, ha fundamentado la responsabilidad penal del administrador en la infracción del “dominio del hecho”, lo que implica la ausencia de acción para cambiar el curso de los hechos, permitiendo que el resultado ocurra (Martín, 2024, p. 2).

⁴⁵ ECLI:ES:TS:2025:1169

⁴⁶ Véase el artículo 252 del Código Penal en <https://www.boe.es/eli/es/lo/1995/11/23/10/con>

⁴⁷ ECLI:ES:TS:2009:2402

En conclusión, el régimen de responsabilidad por conductas desleales de los administradores de la sociedad afectada por una OPA hostil se configura como un sistema de distintos niveles que combina la obligación indemnizatoria y restitutoria del artículo 227.2 LSC, las acciones de cesación y anulación del artículo 232 LSC y en los supuestos más graves, la obligación penal del artículo 252 Código Penal.

7.- La regla de neutralidad y adopción de medidas defensivas

7.1.- Regulación de la regla de neutralidad (“neutrality rule”)

El deber de neutralidad (también llamado deber de pasividad) impone a los administradores de la sociedad afectada por una OPA la obligación de abstenerse de adoptar medidas que puedan impedir el éxito de la oferta, salvo que cuenten con la autorización previa de la Junta General de Accionistas (Gómez Pomar & Sáez Lacave, 2007, p. 3). El fundamento reside en el conflicto de agencia que se produce entre los administradores y los accionistas, que son los que deben decidir si aceptan o rechazan la oferta. Como ha señalado la doctrina, el éxito o no del procedimiento está condicionado de forma importante por la actitud de los administradores de la sociedad objetivo, cuya actividad contra la oferta o su pasividad suelen ser factores determinantes en el resultado (Gómez Pomar & Sáez Lacave, 2007, pp. 3-4).

En el ordenamiento jurídico español, el deber de neutralidad se encuentra regulado en el artículo 114 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, desarrollado por el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Esta regulación es consecuencia de la transposición del artículo 9 de la Directiva 2004/25/CE. Cabe destacar que el legislador español, a diferencia de otros Estados Miembros, realizó una transposición de carácter imperativo, reforzando así la intensidad de la prohibición (Sánchez-Calero Guilarte, 2006, pp. 42-43).

Atendiendo al artículo 114.1 LMV, desde el momento en que se realiza el anuncio de la OPA y hasta la publicación del resultado de la misma, el órgano de administración de la sociedad afectada debe obtener la autorización previa de la Junta de Accionistas antes de realizar cualquier actuación que pueda tener como consecuencia frustrar el éxito de la oferta, con la única excepción de buscar otras ofertas⁴⁸. Es importante tomar en consideración que el artículo 28.1 RD 1066/2007 extiende el ámbito subjetivo de la prohibición (y la necesidad de aprobación de la Junta General de Accionistas) a cualquier órgano delegado o apoderado, a los miembros del órgano de administración, a las sociedades del grupo, así como a cualquier persona que pudiera actuar de manera concertada con los sujetos ahora establecidos⁴⁹.

Esta regla descrita se extiende más allá del periodo de vigencia de la oferta. Según el artículo 114.1 LMV, la intervención de la Junta General de Accionistas será necesaria cuando, con anterioridad al anuncio de la OPA, se hubiera adoptado una decisión por parte del órgano de administración ajena al curso habitual de la sociedad y cuya ejecución pueda frustrar el éxito de la oferta⁵⁰. Esta regulación tiene por objetivo evitar que los administradores que intuyen (o incluso en algunos casos conocen como consecuencia de un intento amistoso previo) una posible

⁴⁸ Esta previsión se encontraba en la anterior legislación española, por lo que en España la posibilidad de buscar otras ofertas es algo aceptado e incluso considerado obligatorio por parte de la doctrina, con la intención última de buscar el mayor beneficio para el accionista (Fernández Torres, 2008, pp. 30-31).

⁴⁹ Véase artículo 28.1 RD 1066/2007 en <https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/07/27/1066/con>

⁵⁰ Véase artículo 114.1 LMV en <https://www.boe.es/eli/es/l/2023/03/17/6/con>

oferta en un futuro cercano, adopten medidas preventivas que desplieguen efectos en el momento en el cual se esté realizando el procedimiento (Payet Puccio, 2001, p. 112)⁵¹.

Respecto a las actuaciones que están sometidas a la aprobación previa de la Junta General de Accionistas, el artículo 28.1 del RD 1066/2007 enumera las siguientes conductas: (i) emisión de valores, (ii) operaciones sobre los valores de la sociedad que perturben la oferta y (iii) reparto de dividendos extraordinarios. Cabe destacar que esta es una lista enunciativa, por lo que el deber de pasividad no se agota en estos supuestos, sino que abarca cualquier acción que pueda considerarse obstructiva (Uría Menéndez, 2007, pp. 63-64).

El marco legal español reconoce solo una excepción al deber de pasividad: la búsqueda de ofertas competidoras, también conocidas como “White knights”. Esta excepción está respaldada por el artículo 42.1.c del RD 1066/2007, que indica que presentar una OPA competidora necesariamente favorece a los accionistas al mejorar la oferta inicial en precio o alcance. Desde una visión orientada al mercado y considerando los principios de diligencia y lealtad de los administradores, resulta inaceptable rechazar una propuesta superior, ya que esto asegura el máximo beneficio para los accionistas. Además, se puede interpretar como una obligación práctica que los administradores busquen una oferta competidora, con el fin de garantizar la mejor rentabilidad para los accionistas. En situaciones donde intervienen los “caballeros blancos”, se superan incluso los criterios neutros de beneficio para los accionistas (Carroll et al., 1998, pp. 53-54; Niden, 1993, p. 44)⁵².

En último lugar, el artículo 114.2 LMV establece la cláusula de reciprocidad, que permite a las sociedades afectadas no aplicar el deber de pasividad cuando la empresa oferente no está sujeta al mismo deber en su ordenamiento jurídico, con la condición de que las medidas defensivas (o preventivas) que se adopten hayan sido previamente aprobadas por la Junta General de Accionistas con una antelación que en ningún caso puede ser superior al año y medio (18 meses) (Paredes Galego, 2006, p. 152). A este deber de neutralidad se debe añadir un régimen complementario y dispositivo de neutralización de defensas preexistentes (“breakthrough rule”), que se encuentra previsto en los artículos 115 LMV y 29 RD 1066/2007, el cual permite a las sociedades acordar de manera voluntaria la inaplicación, durante el periodo de la oferta, de las restricciones estatutarias o parasociales a la transmisibilidad de valores y/o derecho de voto (Alcalde-Fradejas & Pérez-Soba, 2016, pp. 269-270, 2025, p. 3).

7.2.- Límites a la capacidad de reacción del órgano de administración

7.2.1.- Análisis de las medidas defensivas permitidas, las no permitidas y las que se encuentran en la frontera

La configuración del deber de pasividad en el ordenamiento jurídico español reduce las posibilidades de actuaciones defensivas unilaterales por parte de los administradores, lo que provoca que en la mayoría de los casos se necesite la aprobación de la Junta General de Accionistas⁵³.

⁵¹ Cabría incluir también aquellas medidas que tienen por objeto limitar la posibilidad de presentación de una OPA a través de estas medidas preventivas.

⁵² Entiéndase que en estas situaciones las ofertas que recibidas son superiores. Ello implica un mayor beneficio para los accionistas.

⁵³ Aquí cabe tomar en consideración de la diferencia entre las medidas preventivas que son las realizadas con anterioridad a la publicación de la oferta (que como se ha observado *supra*, tiene sus propias

7.2.1.1.- Medidas permitidas

Cabe destacar distintas medidas permitidas que pueden realizar los administradores. En primer lugar, el órgano de administración realiza el informe razonado sobre la oferta, tal y como está previsto en el artículo 24 RD 1066/2007. En él, debe expresar su opinión respecto a la operación, así como los motivos en los que se funda, teniendo la potestad de recomendar a los accionistas que rechacen la oferta si la consideran inadecuada (Fernández Torres, 2008, pp. 33-35). Este informe es considerado la principal herramienta de oposición del Consejo de Administración ya que su publicación, por sí sola, no vulnera el deber de pasividad (Fernández Torres, 2008, p. 34).

En segundo y último lugar, en términos generales están aceptadas las medidas preventivas adoptadas con anterioridad al anuncio de la OPA, siempre que se realicen en el curso normal de actividades de la sociedad. Entre ellas destacan las cláusulas estatutarias de mayorías reforzadas para determinados acuerdos, las limitaciones al derecho de voto y los blindajes retributivos (Alfaro Águila-Real, 2010, pp. 485-489; Navarro Casanova, 2024; Sánchez Andrés, 2003, pp. 350-355). La licitud de estas medidas es consecuencia de que su adopción se ha realizado en un momento previo a que surja el conflicto de intereses de los administradores. Sin embargo, tal y como se ha señalado *supra*, si estas medidas pueden suponer la frustración de la oferta, el artículo 114.1 LMV extiende el deber de pasividad a la ejecución de las mismas.

7.2.1.2.- Medidas prohibidas

Están totalmente prohibidas, por estar sujetas al deber de pasividad, las siguientes actuaciones: en primer lugar, la emisión de valores que puedan impedir el éxito de la oferta. En este ámbito se deben incluir las ampliaciones de capital, la emisión de obligaciones convertibles, así como cualquier intento de implementar una “poison pill” o “shareholder rights plans” (Rubio Roa, 2019, pp. 158-163). Las “poison pills” consisten en la emisión de derechos de suscripción con descuento a favor de los accionistas, lo que provoca una dilución del adquirente hostil con el propósito de disuadir la toma de control unilateral (Payet Puccio, 2001, pp. 112-113). En nuestro ordenamiento jurídico las “poison pills”, tal y como se perciben en el Derecho estadounidense, resultan inviables, no solo por el deber de neutralidad, sino también porque la emisión de acciones debe acordarse por la Junta General de Accionistas, teniendo además en consideración el derecho de suscripción preferente de los accionistas y la regla de neutralización (Arce, 2024, pp. 46-47; González Juste, 2019, p. 15).

En segundo lugar, cabe destacar la venta de activos importantes de la sociedad que implique la enajenación de las unidades de negocio con un valor relevante con el único propósito de hacer menos atractiva la sociedad. Tal y como ha determinado la doctrina, en España esta resulta prohibida en cuanto tal acción no se realiza en el curso normal de la sociedad y su fin es frustrar la oferta (González Juste, 2019, p. 15; Sánchez Andrés, 2003, p. 352).

Otras actuaciones que se consideran prohibidas son: (i) el reparto de dividendos extraordinarios, (ii) la realización de operaciones sobre los valores propios (piénsese en la recompra de acciones por parte de la empresa), (iii) la celebración de contratos que alteren la estructura patrimonial (y financiera) de la sociedad y (iv) la defensa “Pac-Man”⁵⁴.

limitaciones) y las medidas defensivas (que son las que se realizan después de la publicación de la oferta y que se van a analizar exhaustivamente en este apartado).

⁵⁴ La defensa “Pac-Man” consiste en el lanzamiento de una contraOPA por parte de la sociedad afectada a la oferente (Navarro Casanova, 2024). Se debe considerar prohibida en cuanto constituye una actuación ajena a la actividad normal de la sociedad y está orientada a frustrar la oferta.

7.2.1.3.- Medidas fronterizas

Una vez analizadas las medidas permitidas y las prohibidas, cabe analizar aquellas que se encuentran en un punto gris respecto a su licitud. Para ello, se van a analizar brevemente distintos casos que han ocurrido en España en los últimos años.

En primer lugar, cabe analizar la OPA BBVA-Sabadell que ha tenido distintos elementos fronterizos. El primero de ellos fue la venta del TSB por parte del Banco de Sabadell ya que, estando pendiente la oferta, el Consejo de Administración de la sociedad afectada negoció y acordó la venta de TSB a Banco Santander por 3.100 millones de euros, de los cuales 2.500 millones eran para distribuir un dividendo extraordinario a sus accionistas (Escudero, 2025). Ante tal escenario, la CNMV anunció que analizaría si tal operación vulneraba el deber de neutralidad, toda vez que la filial vendida aportaba el 20% del beneficio del grupo (Radamés, 2025). Atendiendo a este análisis, el presidente del Banco de Sabadell sostuvo que la maniobra era compatible con el deber de pasividad siempre que la operación fuera aprobada por la Junta General de Accionistas. Con todos estos datos, la CNMV exigió la celebración de dos Juntas Generales extraordinarias (una para aprobar la venta del TSB y otra para aprobar la distribución de los fondos), considerando que tal separación aseguraba el cumplimiento del deber de pasividad, al ser los accionistas quienes autorizaban la operación (Loinaz, 2025). El presidente de la CNMV confirmó que, una vez aprobada la operación por parte de la Junta, no existía ninguna controversia sobre el deber de pasividad (Alegret, 2025).

Este caso permite observar con cierta claridad la frontera entre las medidas permitidas y las prohibidas. Una venta de activos importantes decidida unilateralmente por el Consejo de Administración habría constituido una grave infracción del deber de pasividad, pero la misma operación, sometida a la aprobación de la Junta General, resulta compatible con la legislación vigente. Por tanto, se puede observar cómo la clave reside en quién adopta la decisión: el deber de pasividad no prohíbe a la sociedad actuar, sino que traslada la decisión del Consejo a la Junta (Gómez Pomar & Sáez Lacave, 2007, pp. 22-23; Paredes Galego, 2006, pp. 148-149).

En este mismo procedimiento entre BBVA y Sabadell, esta última realizó una recompra de acciones y una política de dividendos agresiva. En este caso, el Banco de Sabadell estableció una recompra de acciones por más de 520 millones de euros, así como un compromiso de distribución de dividendos de 6.300 millones entre el 2025 y 2027, dos acciones que para algunos fueron consideradas como una respuesta a la OPA hostil del BBVA (García López, 2025). Esta política, tal y como se ha visto *supra*, es compatible con la distribución ordinaria de beneficios, pero se sitúa en la frontera del deber de pasividad, toda vez que su intensidad y el calendario no son los habituales en la política del banco, sino que están manifiestamente orientados a la disuasión de la aceptación de la oferta. Atendiendo al artículo 28.1 RD 1066/2007, se prohíbe expresamente el reparto de dividendos extraordinarios y otras remuneraciones que no sigan la política habitual. Es en este punto donde aún no se ha determinado con precisión hasta qué punto afecta este artículo a la intensificación atípica de la política retributiva por parte de la sociedad afectada⁵⁵. En el caso que nos atañe, hasta el momento de la presentación del trabajo, no ha habido ninguna consecuencia jurídica por tal motivo, presumiblemente porque gran parte

⁵⁵ Sería interesante en un trabajo futuro analizar los límites de los órganos de administración respecto a este punto.

de la retribución proviene de la venta del TSB que aprobó la Junta, así como del reparto del dividendo extraordinario⁵⁶.

Finalmente, cabe realizar un breve análisis de un aspecto de la OPA entre Gas Natural y Endesa. La CNMV envió al presidente de Endesa un recordatorio sobre la necesidad de aplicar el deber de pasividad, lo que implicó que los administradores de esta compañía canalizaran su oposición por vía judicial, consiguiendo una suspensión cautelar, tal y como se puede observar en el Auto del Juzgado de lo Mercantil de 21 de marzo de 2006⁵⁷. Posteriormente el Tribunal Supremo, mediante Auto de 28 de abril de 2006⁵⁸, decidió levantar las medidas cautelares impuestas por el Juzgado de lo Mercantil. En este escenario, no se puede negar el derecho de los administradores a la tutela judicial efectiva (derecho reconocido en el artículo 24 de la Constitución Española), pero se debe cuestionar si la litigación que únicamente tiene por objetivo dilatar el procedimiento en beneficio de los administradores puede constituir una infracción del deber de pasividad, así como del deber de lealtad (Sánchez Andrés, 2003, pp. 353-354).

De los casos expuestos se deriva que en algunos casos la clave reside en que quien aprueba las operaciones (como las de venta de activos, así como el reparto más elevado de dividendos) es la Junta General de Accionistas, lo que conlleva que no sean los administradores quienes terminan tomando la decisión, sin incumplir así el deber de pasividad. En otros casos, como la litigación excesiva por parte de los administradores, es difícil establecer en qué momento esta es considerada excesiva y, por tanto, sobrepasa el deber de pasividad y el deber de lealtad. Atendiendo a todo ello, cabe preguntarse: ¿hasta qué punto pueden los administradores instigar operaciones que después aprueba la Junta General de Accionistas?, y ¿en qué momento se puede considerar que la litigación realizada por parte de los administradores es excesiva y contraria a los intereses de la sociedad?⁵⁹.

7.2.2.- Análisis de la compatibilidad y la frontera entre el deber de lealtad y las medidas defensivas

7.2.2.1.- El deber de lealtad como fundamento del deber de pasividad

La relación entre el deber de lealtad de los artículos 227 y siguientes de la LSC y el deber de pasividad del artículo 114 LMV no es de mera contraposición, sino que son complementarios con ciertas zonas de solapamiento. Debe concebirse el deber de pasividad como una concreción del deber de lealtad en el contexto de una OPA, ya que mientras que este exige al administrador que prevalezca el interés de la sociedad sobre el suyo propio, el deber de pasividad parte de que, ante una OPA hostil, existe un conflicto estructural entre los intereses de los administradores y los de la sociedad, por lo que se requiere trasladar la decisión a los accionistas (Hierro Anibarro & Martín Zamarriego, 2024, pp. 52-53; Rubio Roa, 2019, p. 390).

Esta concepción tiene una consecuencia importante: la infracción del deber de pasividad constituye, de manera simultánea, una infracción del deber de lealtad, con las consecuencias analizadas *supra*. Además, se debe tomar en consideración que, en caso de que el deber de

⁵⁶ Tal y como se ha observado *supra*, si las decisiones son aprobadas por la Junta General no hay una vulneración del deber de pasividad, puesto que los accionistas son los propietarios de la sociedad y los que deciden en última instancia sobre los movimientos de esta.

⁵⁷ ECLI:ES:JMM:2006:13A

⁵⁸ ECLI:ES:TS:2006:11192A

⁵⁹ Ambas preguntas abren un debate técnico que merece ser explorado en profundidad en investigaciones posteriores.

neutralidad no sea aplicable, los deberes fiduciarios sí lo siguen siendo, aspecto que cobra especial relevancia cuando se conoce la existencia de una futura oferta que aún no se ha presentado. Como ha señalado la doctrina, la obligación de los administradores de anteponer el interés de la sociedad al suyo propio (reglas “no conflict” y “no profit” vistas *supra*) tiene especial relevancia cuando la operación determina la permanencia o no del administrador en su cargo (Díaz Moreno, 2014, p. 1; García Companys, 2019, pp. 772-773; Sáez Lacave, 2016, p. 15).

La STS 449/2025, de 20 de marzo⁶⁰, se alinea con lo establecido por la doctrina, en cuanto el deber de lealtad exige una actuación activa y que la mera omisión de comunicar un conflicto de intereses constituye, en sí misma, un incumplimiento grave, independientemente de que se acredite un daño económico. Partiendo de esta sentencia y trasladando su lógica al contexto de una OPA hostil, se puede establecer que aquel administrador que adopta medidas obstructivas sin revelar que actúa con la intención de mantener su cargo está infringiendo tanto el deber de pasividad como el deber de lealtad.

7.2.2.2.- El deber de defender el interés social ante ofertas inadecuadas

Pese a esta complementariedad vista *supra*, existe una gran tensión entre ambos deberes cuando los administradores, de buena fe y con fundamento, consideran que la oferta no es adecuada atendiendo al interés social. En estos supuestos, el cumplimiento del deber de pasividad entra en conflicto con el deber de diligencia del artículo 225 LSC, así como con el deber de lealtad de los artículos 227 y siguientes LSC.

En el Derecho de Estados Unidos se resolvió esta tensión con la doctrina “Unocal/Revlon”, originada en los tribunales de Delaware, conforme a la cual los administradores de la sociedad afectada pueden adoptar aquellas medidas defensivas que consideren oportunas siempre que demuestren que existe una amenaza real para la sociedad y que la medida sea razonable y proporcional a tal amenaza (Theobald, 2006, pp. 15-20). En cambio, en el modelo español la decisión sobre la conveniencia (o no) de la oferta corresponde a los accionistas reunidos en Junta General de Accionistas y, en ningún caso, a los administradores (Alfaro Águila-Real, 2010, p. 476). Este modelo parte de la base de que los costes de agencia derivados de la discrecionalidad de los administradores son superiores a los beneficios que se podrían obtener por su intervención en defensa de los accionistas (Gómez Pomar & Sáez Lacave, 2007, p. 4).

Finalmente, recordar que los administradores no quedan reducidos a una pasividad absoluta, toda vez que conservan la posibilidad de actuación en tres grandes aspectos: (i) el informe razonado sobre la oferta, en el que pueden establecer los motivos por los cuales consideran que esta no es adecuada y mostrar su oposición a la misma, (ii) la búsqueda de una mejor oferta (caballero blanco) y (iii) la convocatoria de la Junta General para que sean los accionistas quienes decidan sobre la oferta y las medidas defensivas⁶¹.

7.3.- Eficacia del deber de pasividad: supervisión de la CNMV y responsabilidad

La eficacia del deber de pasividad depende de manera especial de los mecanismos disponibles para su cumplimiento. La doctrina ha puesto de manifiesto que las acciones de responsabilidad interpuestas por accionistas u oferentes frustrados, que tienen por motivación la vulneración del

⁶⁰ ECLI:ES:TS:2025:1169

⁶¹ Debe tomarse en consideración que el momento en el que se convoca la Junta General de Accionistas es una facultad de los administradores (teniendo en cuenta la legislación aplicable), quienes pueden decidir cuál es el momento idóneo para someter a votación las medidas defensivas que consideren oportunas.

deber de pasividad de los administradores, se enfrentan a problemas probatorios y de cuantificación importantes, lo que conlleva que la responsabilidad resulte remota. Teniendo en consideración estos problemas, se ha señalado que solo la CNMV, en su condición de organismo regulador y con potestad para imponer sanciones disuasorias, tiene la capacidad de garantizar la efectividad de tal deber (Gómez Pomar & Sáez Lacave, 2007, pp. 23-35).

En sus funciones, la CNMV puede actuar tanto de oficio como a instancia de parte para asegurar el cumplimiento del deber de pasividad. En los últimos años se pueden señalar dos grandes precedentes donde la CNMV ha actuado: en primer lugar, cuando este organismo envió al presidente de Endesa una carta recordándole expresamente el deber de pasividad (CNMV, 2005, p. 4). En segundo término, en la OPA entre BBVA y Banco de Sabadell, la CNMV tuvo que intervenir de manera activa a la hora de recordar al Consejo de Administración del Banco de Sabadell la necesidad de establecer dos Juntas Generales separadas para aprobar la venta del TSB y la posterior distribución de los fondos obtenidos (Bayón, 2025a).

Además de estas acciones por parte de la CNMV, cabe añadir las responsabilidades civiles y penales que se deriven de la infracción del deber de lealtad (ya que, tal y como se ha establecido *supra*, la mayor parte de las veces que se infringe el deber de pasividad se vulnera también el de lealtad). Estas incluyen las acciones de los artículos 227.2, 232 y 236 y siguientes LSC, así como la responsabilidad del artículo 252 del Código Penal⁶².

8.- Conclusiones

En la introducción de este trabajo se planteaba el objetivo de establecer cuáles son los límites de acción de los administradores de la sociedad afectada en una OPA hostil. A través del análisis realizado durante las anteriores páginas, se puede establecer que hay tres grandes estructuras normativas que operan de manera simultánea y complementaria.

En primer lugar, cabe destacar el deber de diligencia del artículo 225 LSC, que exige a los administradores actuar como un ordenado empresario, haciendo que toda decisión durante el procedimiento esté respaldada por una información adecuada y una valoración fundada de la operación y sus implicaciones. La “business judgment rule” del artículo 226 LSC ve su aplicación restringida en este contexto, en cuanto existe un conflicto de intereses estructural por parte de los administradores, impidiendo que se cumpla el requisito de ausencia de interés personal exigido para su aplicación.

En segundo término, se debe tener en cuenta el deber de lealtad de los artículos 227 y siguientes LSC, que constituye el elemento esencial de los deberes fiduciarios. La OPA hostil, por su naturaleza, implica un problema de agencia en el que existen divergencias entre el interés de los accionistas y el interés personal de los administradores. Ante tal problemática, el ordenamiento jurídico español establece la primacía del interés social, entendido como el interés común de los socios. El riesgo de atrincheramiento, mediante el cual los administradores utilizan su posición para frustrar la operación en su propio beneficio, constituye la manifestación más grave de deslealtad en el contexto de la OPA hostil, pudiéndose derivar de ello responsabilidades civiles acumulativas e incluso penales por administración desleal.

En último lugar, en el contexto de la OPA hostil aparece el deber de neutralidad de los artículos 114 LMV y 28 RD 1066/2007, que operan como el límite más preciso. Este deber prohíbe al órgano de administración adoptar cualquier medida que pueda frustrar la operación sin la

⁶² Para un mayor análisis respecto a esta responsabilidad véase *supra* en el apartado 6.4.

autorización previa de la Junta General de Accionistas. Por tanto, quedan prohibidas aquellas acciones adoptadas de manera unilateral por el Consejo de Administración, tales como la emisión de valores, la venta de activos relevantes y el reparto de dividendos extraordinarios. No obstante, los administradores conservan tres vías de actuación: (i) el informe razonado sobre la oferta, (ii) la búsqueda de ofertas competidoras y (iii) la convocatoria de la Junta General de Accionistas para que sean estos quienes decidan sobre las medidas defensivas.

El análisis de algunos de los casos recientes en España ha puesto de manifiesto que la frontera entre lo permitido y lo prohibido no siempre es nítida. La venta del TSB por parte del Banco de Sabadell muestra que el factor determinante se encuentra en quién adopta la decisión, ya que una misma acción puede ser conforme a Derecho si es aprobada por la Junta General o bien ilícita si es realizada unilateralmente por el Consejo de Administración. Asimismo, la realización de políticas retributivas poco habituales y las estrategias basadas en la dilatación del proceso mediante litigación se encuentran en un punto gris donde la doctrina aún no tiene una valoración definitiva. En todo caso, la eficacia del sistema actual reside en la labor de la CNMV, que resulta más disuasoria que las acciones de responsabilidad civil, las cuales presentan dificultades probatorias y de cuantificación del daño.

De todo lo expuesto se deriva que la actuación de los administradores ante una OPA hostil se articula en torno a un principio rector: la decisión sobre el futuro de la sociedad corresponde a los accionistas y no a los gestores. El deber de diligencia establece estándares de información y valoración, el deber de lealtad exige la anteposición del interés social al personal y el deber de neutralidad traslada el poder de decisión a la Junta General de Accionistas. Cuando estos tres deberes convergen, configuran un marco en el que se puede trazar una frontera razonablemente definida entre la defensa de los intereses de la sociedad y la actuación desleal motivada por el interés de los administradores.

Finalmente, se debe destacar que el trabajo realizado deja abiertos distintos elementos que merecen un análisis más profundo. Es necesario investigar con mayor profundidad los límites de la capacidad de los administradores para promover acciones que formalmente son aprobadas por la Junta General pero que corresponden a una estrategia diseñada por el Consejo, así como determinar en qué instante la estrategia procesal ejercida durante el procedimiento deja de ser un ejercicio del derecho a la tutela judicial efectiva para convertirse en una táctica contraria al deber de pasividad. Todos estos aspectos constituyen una línea de investigación necesaria para proporcionar mayor seguridad jurídica en la tensión entre la protección de los accionistas y la discrecionalidad de los administradores, que aún no ha encontrado un equilibrio satisfactorio.

Bibliografía

- Alcalde-Fradejas, N., & Pérez-Soba, I. (2016). Has the EU Takeover Directive Improved Minority Shareholder Protection? The Spanish Evidence. *European Business Organization Law Review*, 17(3), 261-283. <https://doi.org/10.1007/s40804-016-0049-8>
- Alcalde-Fradejas, N., & Pérez-Soba, I. (2025). Has the European Takeover Bids Directive reached its objectives? The cases of Finland, Germany and Spain. *International Review of Law and Economics*, 83, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.irle.2025.106269>
- Alegret, X. (2025, 7 de julio). *Opa BBVA-Sabadell: la CNMV espera el folleto revisado esta semana para aprobarla en julio.* Economía. https://www.elnacional.cat/oneconomia/es/empresas/opa-bbva-sabadell-cnmv-espera-folleto-revisado-esta-semana-aprobarla-en-julio_1447709_102.html

- Alfaro Águila-Real, J. (2010). El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil. En J. Juste Mencía & A. J. Recalde Castells (Eds.), *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (pp. 475-492). Tirant lo Blanch.
- Alfaro Águila-Real, J. (2015). Artículo 225. Deber general de diligencia. En J. Juste Mencía (Coord.), *Comentario de la reforma del Régimen de las Sociedades de Capital en materia de Gobierno Corporativo (Ley 31/2014) sociedades no cotizadas* (pp. 313-324). Civitas.
- Alfaro Águila-Real, J. (2015). Artículo 226. Protección de la discrecionalidad empresarial. En J. Juste Mencía (Ed.), *Comentario de la reforma del Régimen de las Sociedades de Capital en materia de Gobierno Corporativo (Ley 31/2014) sociedades no cotizadas* (pp. 325-360). Civitas.
- Alfaro Águila-Real, J. (2016). El interés social y los deberes de lealtad de los administradores. *Anuario de la Facultad de Derecho de Madrid*, (16), 213-236.
- Arce, I. (2024). «Poison pills» en «M&A»: ¿equilibrio entre protección y garantía de los accionistas? *Capital Privado*, (53), 46-47.
- Asenjo Rodríguez, E. (2018). El deber de lealtad del administrador y su contenido. *La Ley mercantil*, (44).
- Banco Sabadell. (2025, 20 de marzo). *Oliu: “El proyecto en solitario de Banco Sabadell creará más valor para los accionistas”*. <https://comunicacion.grupbancsabadell.com/sala-de-prensa/josep-oliu-el-projecte-de-banc-sabadell-de-forma-independent-te-projeccio-de-futur-i-creara-mes-valor-per-als-accionistes/>
- Bayón, Á. (2025a, 3 de julio). *El Sabadell convoca dos juntas de accionistas el mismo día para aprobar la venta de TSB y el dividendo*. El País. <https://elpais.com/economia/2025-07-03/el-sabadell-convoca-dos-juntas-de-accionistas-para-aprobar-la-venta-de-tsb-y-el-dividendo-extraordinario.html>
- Bayón, Á. (2025b, 30 de septiembre). *El consejo del Sabadell rechaza de nuevo la oferta del BBVA, pero el inversor mexicano David Martínez sí acudirá a la opa*. El País. <https://elpais.com/economia/2025-09-30/el-consejo-del-sabadell-rechaza-de-nuevo-la-opa-del-bbva-y-eleva-el-dividendo.html>
- Benchetrit, A. C. (2019). La acción individual de responsabilidad de los administradores sociales. En G. Guerra Martín (Coord.), *Responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital* (pp. 33-78). Marcial Pons.
- Blanco, I. (2025, 11 de agosto). *Los grandes fracasos y los éxitos más modestos de las opas hostiles en España*. El Economista. <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/13497129/08/25/los-grandes-fracasos-y-exitos-mas-modestos-de-las-opas-hostiles-en-espana.html>
- Carroll, C., Griffith, J. M., & Rudolph, P. M. (1998). The Performance of White-Knight Management. *Financial Management*, 27(2), 56. <https://doi.org/10.2307/3666292>
- Casado, R. (2021, 11 de abril). *La muerte del «caballero blanco» en las opas españolas*. Expansión. <https://www.expansion.com/empresas/2021/04/11/6072f52ce5fdea5c148b45a5.html>

- Cerrato, I. (2015). El deber general de diligencia de los administradores y la protección de la «discrecionalidad empresarial». En F. J. Arias Varona & A. J. Recalde Castells (Coords.), *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo: Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital* (pp. 75-84). Dykinson.
- CNMV. (s. f.). *Glosario Financiero — OPA hostil*. Recuperado el 24 de noviembre de 2025, de <https://www.cnmv.es/portal/inversor/glosario?id=0&term=OPA%20hostil&idlang=1&lang=es>
- CNMV. (2005, 12 de septiembre). *Carta al Presidente de Endesa. Cartas del Presidente de la CNMV dirigidas a los Presidentes de las empresas GAS NATURAL, ENDESA e IBERDROLA*. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=mzR%2FP67rHMF21rdY%2BVfpX%2BobEavmaoE98l8ilpqOhaY9URGzedRb6vaFcNPHehvf>
- Crecente Romero, F. J. (2010). La dirección de la Información como eje de los Gobiernos corporativos: Información asimétrica y la difusión de contenidos en internet de empresas cotizadas, (5).
- Cuatrecasas. (2017). *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas.
- Díaz Moreno, A. (2014). Deber de lealtad y conflictos de intereses (observaciones al hilo del régimen de las operaciones vinculadas). *Análisis GA&P*, 1-7.
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1991). *The Economic structure of corporate law*. Harvard University Press.
- Escudero. (2025, 18 de diciembre). *BBVA vs. Banco Sabadell: mucha opa y pocas nueces. El Español*. https://www.elespanol.com/invertia/empresas/banca/20251228/bbva-vs-banco-sabadell-mucha-opa-pocas-nueces/1003744062404_0.html
- Farrando Miguel, I. (2019). Administradores sociales y protección de la información confidencial, privilegiada y de los secretos empresariales. En F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. A. Velasco San Pedro (Dirs.), & A. Roncero Sánchez (Coord.), *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados* (Vol. 2, pp. 1273-1302). Thomson Reuters Aranzadi.
- Farrés Pineda, J. (2020). M&A y deber de lealtad de los administradores de la sociedad target. *Revista Jurídica Pérez-Llorca*, (3), 36-58.
- Fernández Torres, I. (2008). *Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas*.
- García Companys, A. (2019). El deber de lealtad de los administradores: una aproximación desde el análisis económico del derecho. En M. B. González Fernández, A. Cohen Benchetrit (Dirs.), E. Olmedo Peralta, & A. F. Galacho Abolafio (Coords.), *Derecho de sociedades: cuestiones sobre órganos sociales* (pp. 771-788). Tirant lo Blanch.
- García de Enterría Lorenzo Velázquez, J. (2020). Las ofertas públicas de adquisición de valores. En F. Uría Fernández (Dir.), *La regulación del mercado de valores y de las instituciones de inversión colectiva* (pp. 515-560). La Ley.

- García Lara, J. M., & Mora Enguádanos, A. (2003). La incorporación asimétrica de noticias al resultado contable en un contexto europeo; evidencia empírica. *Revista española de financiación y contabilidad*, 116, 235-264.
- García López, E. (2025, 29 de julio). *El doble filo del dividendo millonario de Sabadell: "Es una defensa contra la opa de BBVA pero descapitaliza al banco"*. Infobae. <https://www.infobae.com/espana/2025/07/29/el-doble-filo-del-dividendo-millonario-de-sabadell-es-una-defensa-contra-la-opa-de-bbva-pero-descapitaliza-al-banco/>
- García Mandaloniz, M. (2015). Inconcreción del deber de diligente administración, disposición del régimen de responsabilidad e inclusión de la regla de la discrecionalidad empresarial (artículos 225 y 226 de la ley de sociedades de capital). En A. Martínez-Echevarría y García de Dueñas (Dir.), *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores* (pp. 357-426). Thomson Reuters Aranzadi.
- García-Villarrubia, M. (2019). La legitimación activa en la exigencia del deber de lealtad. *Boletín Mercantil*, (72). <https://www.uria.com/es/publicaciones/6158-la-legitimacion-activa-en-la-exigencia-del-deber-de-lealtad>
- Gaviria Gil, J. A., & Santana Rodríguez, R. (2016). Análisis del contrato de agencia bajo los fundamentos económicos de la teoría principal-agente. *Revista de ciencias jurídicas y sociales*, 19(2), 141-186.
- Gómez Pomar, F., & Sáez Lacave, M. I. (2007). La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos. *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, (1), 1-52.
- González Juste, S. (2019). *Posibilidades de Defensa del Órgano de Administración ante una Oferta Pública de Adquisición de Acciones: Análisis Comparativo con el Derecho Estadounidense*. Universidad Pontificia Comillas.
- Górriz López, C. (2010). El deber de lealtad de los administradores de las sociedades de capital: (arts. 226 a 231 LSC). En J. C. Sáenz García de Albizu, F. Oleo Banet, & A. Martínez Flórez (Coords.), *Estudios de derecho mercantil: En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés* (pp. 665-696). Civitas.
- Guerrero Trevijano, C. (2014). *El deber de diligencia de los administradores en el gobierno de las sociedades de capital: la incorporación de los principios de la «business judgment rule» al ordenamiento español*. Civitas.
- Hernando Cebriá, L. (2018). The Spanish and the European codification of the business judgment rule. *European Company and Financial Law Review*, 15(1), 41-68. <https://doi.org/10.1515/ecfr-2018-0002>
- Hernando Cebriá, L. (2023). La configuración estatutaria del deber de lealtad: sus relaciones con el régimen de retribución de los administradores y con el mercado de capitales. *Anuario de Derecho Civil*, (2). <https://doi.org/10.53054/adc.v76i2.10061>
- Hierro Anibarro, S., & Martín Zamarriego, A. (2024). Los deberes de los administradores de las sociedades implicadas en operaciones de M&A. *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, 24(1), 1-73. <https://doi.org/10.31009/indret.2024.i1.01>

- Holmstrom, B., & Milgrom, P. (1991). Multitask Principal–Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 7, 24-52. https://doi.org/10.1093/jleo/7.special_issue.24
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Loinaz, G. (2025, 3 de julio). *La CNMV impone a Sabadell celebrar dos juntas*. Expansión. <https://www.expansion.com/empresas/banca/2025/07/03/6866b559e5fdeaf8478b4585.html>
- Mambrilla Rivera, V., & Quijano González, J. (2006). Los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad: en particular, los conflictos de interés y las operaciones vinculadas. En F. Rodríguez Artigas (Coord.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)* (Vol. 2, pp. 915-990). Thomson Reuters Aranzadi.
- Martín, Á. (2024). El fundamento de la responsabilidad penal de los administradores y directivos en España. *Diario La Ley*, (10515), 1-3.
- Martínez, J. J. (2003). Apuntes sobre el rol del derecho frente al problema de la agencia en las organizaciones. *THEMIS Revista de Derecho*, (46), 279-286.
- Martínez-Cortés Gimeno, J. (2016). El deber de lealtad de los administradores de las sociedades no cotizadas. *Cuadernos de derecho y comercio*, (62), 39-118.
- Masseguer, J. (2018, 3 de mayo). *A vueltas con el art. 232 LSC*. Almacén del Derecho. <https://almacenedderecho.org/vueltas-art-232-lsc>
- Megías López, J. (2022). El interés personal como límite a la business judgment rule: Especial situación de los administradores que tienen o representan participaciones significativas. En *Las sociedades de capital: sus intereses y sus conflictos* (pp. 271-298). Tirant lo Blanch.
- Molina Pla, M. (2022). La protección de la discrecionalidad empresarial como excepción de la responsabilidad de los administradores sociales en el derecho español (business judgment rule). En J. M. Embid Irujo & L. Hernando Cebriá (Dirs.), *Reformas y continuidad en la regulación de las sociedades no cotizadas* (pp. 233-254). Comares.
- Navalpoto Ballesteros, T. (2025). En torno a la legitimación de los titulares de swaps para recurrir las decisiones de la autoridad de control sobre las opas. *Revista jurídica de la Comunidad de Madrid*, (2025), 1-36.
- Navarro Casanova, J. (2024, 19 de mayo). *¿Cómo defenderse de una oferta de compra hostil? El caso español*. Economía3. <https://economia3.com/2024/05/19/606479-como-defenderse-de-una-oferta-de-compra-hostil-el-caso-espanol/>
- Niden, C. M. (1993). An Empirical Examination of White Knight Corporate Takeovers: Synergy and Overbidding. *Financial Management*, 22(4), 45. <https://doi.org/10.2307/3665575>
- Otegui Jáuregui, K. (2018). Régimen de imperatividad y dispensa de los conflictos de interés de carácter permanente. En K. Otegui Jáuregui (Ed.), *Los conflictos permanentes de interés entre el administrador y la sociedad* (pp. 211-250). Marcial Pons.

- Paredes Galego, C. (2006). Reflexiones sobre la anunciada nueva normativa de OPAS. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 143-156.
- Pastor Muñoz, N. (2016). La construcción del perjuicio en el delito de administración desleal. *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, (4), 1-26.
- Payet Puccio, J. A. (2001). OPAs hostiles y medidas de protección. *Ius et veritas*, (23), 107-127.
- Paz-Ares Rodríguez, J. C. (2015). Anatomía del deber de lealtad. *Revista Actualidad Jurídica*, 43-65.
- Paz-Ares Rodríguez, J. C. (2023). ¿Existe un deber de legalidad de los administradores? En J. A. García-Cruces González (Coord.), *De Iure Mercatus: Libro Homenaje al Prof. Dr. Dr.h.c. Alberto Bercovitz Rodríguez-Cano* (pp. 2363-2460). Tirant lo Blanch.
- Perdices Huetos, A. B. (2019). Tomas sobrevenidas de control y pactos parasociales: Consecuencias de la desconcertación a efectos de lanzamiento de OPA obligatoria. En F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. A. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (Dirs.), & A. Roncero Sánchez (Coord.), *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados* (Vol. 2, pp. 813-826). Thomson Reuters Aranzadi.
- Puetz, A. (2019). La acción social de responsabilidad: fundamento y ejercicio por la sociedad. En G. Guerra Martín (Coord.), *Responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital* (pp. 79-136). Marcial Pons.
- Radamés, D. (2025, 17 de junio). *La CNMV estudiará si la posible venta de TSB por el Sabadell cumple con el deber de pasividad en la opa de BBVA*. El Conciso. https://www.elconciso.es/finanzas/cnmv-estudiara-posible-venta-tsb-sabadell-opa-bbva_0_2004163087.html
- Recalde Castells, A. J. (2010). Régimen jurídico de las OPAs: concepto, función económica y principios de la ordenación. En J. Juste Mencía & A. J. Recalde Castells (Coords.), *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (pp. 27-58). Tirant lo Blanch.
- Recalde Castells, A. J. (2016). Modificaciones en el régimen del deber de diligencia de los administradores; la business judgement rule. En A. Emparanza Sobejano (Dir.) & J. M. Embid Irujo (Coord.), *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital* (pp. 245-275). Marcial Pons.
- Ribas Ferrer, V. (2024). El deber de diligencia: contenido y protección de la discrecionalidad de los administradores. En M. J. Castellano Ramírez & A. B. Campuzano Laguillo (Coords.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Ángel Rojo* (Vol. 2, pp. 1085-1120). Aranzadi.
- Rodríguez Navarro, M. de los Á. (2025). OPA del BBVA al Banco Sabadell. El resultado de la concentración económica y sus efectos sobre la competencia. *Revista Jurídica de Investigación e Innovación Educativa*, (33), 85-128. <https://doi.org/10.24310/rejie.33.2025.22294>
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.

- Rubio Roa, M. (2019). *Los deberes de los administradores de la sociedad afectada por la OPA*. Universidad Complutense.
- Sáez Lacave, M. I. (2016). Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas. *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, (1), 1-59.
- Sánchez Andrés, A. (2003). Sobre los modos de oposición a una opa hostil: blindajes y otras medidas defensivas. *Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, (8), 331-360. <https://doi.org/10.15366/rjuam>
- Sánchez-Calero Guilarte, J. (2006). *La armonización disgregante: la Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas*.
- Sánchez-Calero Guilarte, J. (2019). Las ofertas competidoras (Algunos apuntes a partir de su regulación). En F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. A. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (Dirs.), & A. Roncero Sánchez (Coord.), *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados* (pp. 963-982). Aranzadi.
- Sánchez-Calero Guilarte, J. (2021). La modificación del deber de diligencia. *Revista de derecho bancario y bursátil*, 40(163), 231-278.
- Sarazá Jimena, R. (2019). Jurisprudencia sobre el deber de lealtad de los administradores sociales. En M. B. González Fernández, A. Cohen Benchetrit (Dirs.), E. Olmedo Peralta, & A. F. Galacho Abolafio (Coords.), *Derecho de sociedades: cuestiones sobre órganos sociales* (pp. 789-801). Tirant lo Blanch.
- Serrano Cañas, J. M. (2014). La incorporación de la «Business Judgment Rule» al Derecho español: el proyectado art. 226 de la Ley de Sociedades de Capital. *La Ley mercantil*, (6), 30-44.
- Tapia Hermida, A. J. (2008). *El régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España*. Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (Número 20). Universidad Complutense de Madrid.
- Theobald, T. A. (2006). Hostile Takeovers and Hostile Defenses: A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization. *bepress Legal Series*. bepress.
- Uría Menéndez. (2007). *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*.
- Vidal Riudor, C., & Bravo, A. (2025, 15 de diciembre). *Acción de anulación por incumplimiento del deber de lealtad de los administradores*. Cuatrecasas. <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/litigacion/art/deber-lealtad-administradores-incumplimiento>
- Waseem, F., Shaukat, N., & Fizza Abbas, S. (2023). Impact of Managerial Entrenchment on Firm Performance. *Journal of Entrepreneurship and Business Venturing*, 3(1), 37-60. <https://doi.org/10.56536/jebv.v3i1.28>