

La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos

Fernando Gómez Pomar

Facultad de Derecho
Universitat Pompeu Fabra

M^a Isabel Sáez Lacave

Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

412

Abstract

El éxito o fracaso de una opa está fuertemente condicionado por la actitud de los administradores de la sociedad target. Su activismo contra la opa, o su pasividad, suelen ser factores claves en el resultado final. La Directiva de opas y el Derecho español -ambos por inspiración del Derecho inglés- sujetan a los administradores a un deber de pasividad, fuertemente contestado, sin embargo, en distintos países y por amplios sectores de la literatura. En este trabajo se defiende que el deber de pasividad constituye -como regla general dispositiva, excepcionalmente singularmente por los accionistas de la sociedad target- una pieza difícilmente reemplazable del entramado institucional que sustenta el mercado de control de las empresas cotizadas, en especial en el contexto europeo de alta concentración de la propiedad accionarial, opas obligatorias, y posibilidad de opas competidoras.

Además, el trabajo se plantea como cuestión central la de la eficacia de tal deber y los mecanismos privados y públicos al efecto. La virtualidad de las acciones de responsabilidad planteadas por los accionistas o los oferentes frustrados, alegando la vulneración de la pasividad de los administradores, se enfrentan a obstáculos intrínsecos muy importantes, que hacen que tal responsabilidad sea remota, cuando no quimérica. Sólo el enforcement público de una institución reguladora de los mercados de valores que sea independiente, con recursos, y capaz de imponer sanciones disuasorias de la trasgresión de la pasividad está en condiciones de implantar esta como norma social de los agentes en el mercado del control societario.

Sumario

- 1. La regulación importa: la bondad de la regla de la pasividad**
- 2. ¿Y si lo que de veras importa es el enforcement?**
 - 2.1. El régimen de responsabilidad de los administradores de la sociedad anónima frente a socios y terceros**
 - 2.2. La responsabilidad de los administradores por vulneración del deber de abstención en relación con ofertas públicas de adquisición**
 - 2.3. La responsabilidad de los administradores frente al oferente**
 - 2.4. La responsabilidad de los administradores frente a los socios**
 - 2.5. ¿Es operativa la responsabilidad de los administradores como mecanismo disciplinante del deber de pasividad?**
- 3. La superioridad del enforcement público**
 - 3.1. Las condiciones para el atractivo del enforcement público**
 - 3.2. Análisis coste-beneficio**
 - 3.2.1. Los beneficios**
 - 3.2.2. Los costes**
- 4. Conclusión**
- 5. Tabla de sentencias citadas**
- 6. Bibliografía**

1. La regulación importa: la bondad de la regla de pasividad

1. El éxito de las ofertas públicas de adquisición del control de una sociedad cotizada depende, en teoría, esencialmente de la decisión de sus propietarios, de los accionistas que pueden decidir vender o no vender al oferente. Sin embargo, hay otros actores con amplias posibilidades de influir en el resultado. Las autoridades públicas, por razones de Derecho de la competencia o de sectores regulados, pueden alterar el rumbo de la oferta con su veto o sus condiciones. Pero, como se reconoce por muchos, son los administradores de la sociedad *target* los que, con frecuencia, tienen la llave del control de la compañía aunque no sean, de iure, sus dueños. Por eso, algunos sistemas jurídicos imponen sobre los administradores un deber de pasividad o abstención en presencia de una oferta pública de adquisición.

Este es el gran dilema: ¿qué es más eficiente, que la decisión sobre el cambio de control la tomen los administradores o los accionistas? En rigor, las decisiones empresariales están conferidas a los administradores, porque la especialización de funciones les convierte en los más aptos para monopolizar la capacidad negociadora y decisoria en interés de los socios. En teoría, los administradores estarían capacitados para vender al mejor postor, y en las condiciones más ventajosas para sus dueños, pues, además, son ellos quienes conocen los entresijos y la información interna sobre el valor de la sociedad [Esta postura queda bien condensada por BAINBRIDGE (2005)]. Con todo, el riesgo de deslealtad en estos casos está comprobado que es muy elevado [v. R. A. WALKING, M. S. LONG (1984)]. Por estas razones, unido a la eficiencia del mercado de control, aconsejan que sean los socios quienes tomen la decisión, [v. P. CRAMTON y A. SCHWARTZ (1991, p. 27 ss)].

El deber de pasividad supone la obligación de no injerirse en el transcurso natural de una oferta de adquisición de acciones formulada a los accionistas por un adquirente. En particular, se trata de evitar que los administradores desplieguen cualquier dispositivo que haga fracasar la oferta.

El fundamento del deber de abstención, según la interpretación mayoritaria en la doctrina española sería el de que:

"...como agentes de los accionistas, los administradores deben siempre actuar en interés de los principales, no obstaculizando el desarrollo de la oferta ya que una vez que se ha formulado una OPA le corresponde a los accionistas decidir por sí mismos, sin interferencia de los administradores, su aceptación o su rechazo, ya que el accionista es el mejor juez de sus propios intereses." en L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ (2002). En el mismo sentido, C. DE CÁRDENAS SMITH (1993, p. 131); J. GARCÍA DE ENTERRÍA (1999, p. 172-173); J. M. GARRIDO GARCÍA (2002, p. 2722).

Es el interés de los accionistas de la sociedad afectada por la oferta pública de adquisición el que se trata de proteger y preservar con la imposición a los administradores de la prohibición de adoptar medidas obstruccionistas u obstativas al desarrollo y buen éxito de la oferta pública, a fin de que los accionistas, en su propio *self-interest*, puedan decidir lo mejor para sus intereses.

En nuestro ordenamiento, y en general en el contexto europeo, la obligación de abstenerse es, en principio, de muy amplio espectro. En la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, en adelante Directiva opas, sólo queda fuera de la prohibición la búsqueda de una oferta competidora (art. 9.2). Lo que trataremos de argumentar a continuación, en la primera parte de este trabajo, es que *el deber de pasividad, o deber de abstención, es eficiente*. Su inclusión en el sistema jurídico contribuye a crear valor en las empresas y en el conjunto de la sociedad. Este objetivo se cumple desde una doble perspectiva:

a) El deber de pasividad pretende ser la garantía de que los administradores no van a obstruir una oferta de adquisición realizada por un tercero a los accionistas. La abstención es la solución tradicional del derecho para gestionar los conflictos de intereses: se considera que el riesgo de parcialidad nubla la capacidad de actuar en interés ajeno. Idealmente, los administradores se encuentran en una suerte de posición fiduciaria respecto de sus mandantes, los accionistas, quienes, de ser racionales, lo que parece un plausible punto de partida para entender su conducta, buscan en primer término obtener la máxima rentabilidad de su inversión, lo que incluye poder aceptar una oferta ventajosa. Sin embargo, los administradores de la sociedad *target* se pueden enfrentar a fuertes incentivos para bloquear una oferta, pues saben que si tiene éxito, serán con toda probabilidad, cesados en sus cargos, con la pérdida de rentas –en sentido coloquial, y también en el estrictamente económico- de toda clase anejas a su posición que el cese acarrearía. El conflicto de intereses es tan palpable, y puede ser tan intenso, como para hacer pensar en que los administradores no están bien situados en estas circunstancias para mediar con independencia en favor de los intereses de los accionistas. No en vano, como reconoce la literatura sobre la cuestión, una de las manifestaciones más agudas de los costes de agencia –del desfase entre los intereses de los accionistas y los intereses particulares de los administradores- son las estrategias anti-*opa*¹. En consecuencia, el sentido común parece dictar que lo más razonable es obligarles a que se mantengan al margen del proceso de adquisición de acciones promovido por la empresa adquirente, acaso rival. Obligación que, además, no interfiere en la mecánica de la oferta, que se hace directamente a los accionistas, dejando a cada cual que decida individualmente si le conviene o no vender.

b) El deber de pasividad contribuye a aumentar el bienestar social. Las medidas anti-*opa* constituyen una barrera técnica al desarrollo del mercado de control. Su prohibición facilita que las ofertas tengan éxito, lo que anima a realizar nuevas ofertas, y, con ello, a activar el mercado del control societario. Un mercado de control dinámico promueve la creación de valor social. La razón estriba en que el mercado de control es uno de los mecanismos más eficaces de los que disponemos para disciplinar a los administradores y lograr que las empresas estén mejor gestionadas cada vez y sean más productivas. Y, como es sabido, los costes del *management*, al igual que cualesquiera otros costes empresariales en los que podamos pensar, como los concernientes a la tecnología o al capital humano, encarecen el producto. Por ello es conveniente rebajarlos en la medida de lo posible. Al margen de otros esquemas de *enforcement* basados en el uso de palos –incentivos negativos- y zanahorias –incentivos positivos, como los retributivos- lo cierto es que las *opas* tienen un impacto decisivo en el bienestar de los administradores y, por consiguiente, gran potencial disciplinante. El riesgo de una *opa*, al ser contingente, puede ser el acicate que necesitan muchos administradores para comprometerse a gestionar mejor las sociedades que dirigen (M. JENSEN, 1988). No en vano los estudios empíricos acreditan que las sociedades que registran una mayor incidencia de ofertas hostiles se

¹ Los estudios clásicos de los economistas han puesto este aspecto de relieve, v. entre otros, P. ASQUITH (1983, p. 51 ss.); M. BRADLEY, A. DESAI, E. H. KIM (1983, p. 183 ss.); F. H. EASTERBROOK y G. A. JARRELL (1984, p. 227 ss.).

encuentran en sectores industriales con baja productividad (MORCK, SCHLEIFER y VISHNY, 1990). Si las sociedades crean valor, el conjunto de la sociedad se beneficia de ello. No debe extrañar que las opas sean el mecanismo de control de los administradores que mayor resistencia registra entre los que se ven, a su pesar, sometidos a su rigor.

2. Puestas así las cosas, se entiende sin dificultad que *el deber de pasividad tenga su encaje dogmático dentro de los deberes de fidelidad de los administradores para con los socios*. Estos deberes se orientan esencialmente a prohibir a los administradores aprovecharse de su posición privilegiada –como gestores de la maquinaria social- en perjuicio de los socios en situaciones de conflicto de interés. Así, la primera cuestión que se podría suscitar para entender el deber de abstención es la relativa a qué son y para qué sirven estos deberes de fidelidad o lealtad. El deber general de lealtad constituye una cláusula de integración que permite sustituir un largo y exhaustivo catálogo de reglas detalladas para el contrato de sociedad, catálogo inimaginable aquí casi por definición, dada su naturaleza de contrato incompleto (ALFARO, 1995). Se trata de un mecanismo de recontractación implícita, muy útil en un contrato como el de sociedad, de perfiles futuros abiertos e indefinidos y altamente inciertos y que, a la postre, contribuye a la evolución de la reglamentación de las sociedades. Funciona parecidamente a una brújula: en una situación dada, nos permite apuntar en la dirección apropiada para discriminar los comportamientos leales de los desleales, e integrar en los contratos la prohibición de realizar las conductas oportunistas nuevas que se vayan detectando. Todo ello sin perjuicio de que este proceso de actualización del stock de información existente encuentre correspondencia en una mejor tipificación de las normas. En el caso particular del deber de pasividad, el criterio de la no intervención determina el *standard* de conducta debido, en relación con las actuaciones que puedan promover los administradores en el transcurso de una oferta de adquisición. Es, por lo tanto, una obligación general de no frustrar la posibilidad de que los accionistas puedan aceptar o rechazar la oferta y que tiene su fundamento último en el contrato social, integrado al modo ya dicho. El entronque del deber de pasividad en la sistemática de los deberes de lealtad no es baladí. No en vano la estrategia jurídica más certera para neutralizarlo consiste precisamente en sacarlo del ámbito de los deberes de conducta de los administradores, que es justamente lo que ha hecho la doctrina alemana². La doctrina mayoritaria sostiene que no existe un deber específico de pasividad (*Neutralitätspflicht*) en tanto que deber específico de conducta que constriñe la actuación de los administradores en procesos de ofertas públicas de acciones: los administradores están sujetos al mismo *standard* de comportamiento –el marcado por los §§ 76 ss AktG- en cualquier situación. En cambio, el deber de pasividad contenido en el §33 WpÜG se cataloga como una norma de orden competencial: avisa a los administradores que para defenderse de una opa no pueden invadir las competencias de la junta de accionistas, salvo que estén autorizados por ésta. Es decir, la regla se limita a recordarles algo que va de suyo, y es que no pueden realizar con fines defensivos actos que tampoco podrían realizar con otros fines de explotación empresarial, como por ejemplo, vender activos cardinales para la explotación empresarial –las joyas de la corona-, o adquirir

² La doctrina que sostiene que el deber de pasividad limita la actuación de los administradores en interés de los socios se ha quedado en franca minoría, v. HOPT (2000, p. 1361 ss.); MERKT (2001, p. 224 ss.); HIRTE. En contra, se pronunciaron, entre otros, KIRCHNER (1999, p. 481 ss.); DRYGALA (2001, p. 1861 ss.); y en la actualidad, es la tónica dominante entre los comentaristas.

acciones propias para intervenir en la cotización. Es cierto que la norma alemana otorga un amplio margen de maniobra a los administradores, pero esta interpretación doctrinal da el golpe de gracia al deber de pasividad rectamente entendido, y lo vacía de contenido casi sin remedio.

En nuestro sistema, por contra, parece que el engarce dogmático del deber de pasividad en los deberes de lealtad de los administradores resulta menos conflictivo. Los deberes de lealtad pueden verse como una concreción del deber general de buena fe en el caso de una relación contractual particular: la que se establece entre administradores y accionistas. Según los términos en los que debe definirse esta relación, los administradores están obligados a tomar decisiones empresariales con el único objetivo de maximizar el interés social, que difícilmente puede entenderse como algo distinto del interés de los accionistas. Tal posición cuasi-fiduciaria los obliga, *a contrario*, a postergar sus intereses privados. Este es el contenido del deber de lealtad y tiene, de modo general, carácter vinculante. Esto es así porque las partes no pueden zafarse de cumplir los contratos conforme a la buena fe. Con ello se quiere expresar que es contenido obligatorio del contrato aún cuando las partes no lo hubieran pactado. Cuestión distinta es que los accionistas, el principal en cuyo interés se impone el deber de lealtad, decidan dispensar a los administradores en una circunstancia dada del cumplimiento del deber. Esto viene a constatar que las prohibiciones generales son, en efecto, costosas, porque no siempre y en todo caso son eficientes, pues no pueden prever cada especial contingencia en cada entorno y sociedad en que pueda suscitarse la cuestión. Al ser tales deberes singularmente disponibles por parte de los socios, se les permite adecuar en cada caso la regla legal -la de prohibición- a la mejor consecución de sus concretos intereses -ya que son aquellos que la regla trata de servir- y en último extremo, de la eficiencia.

En el supuesto que nos ocupa, no hay duda de que se trata de otra versión del conflicto clásico de intereses entre accionistas y administradores. Lo que, en abstracto, no está tan claro es que sea oportuno que el deber de pasividad pueda ser derogado por los accionistas. Las reflexiones en estas coordenadas entienden que no se trata solamente de ajustar los costes de agencia en el seno de las sociedades, sino, sobre todo, de abastecernos del derecho de opas más eficiente. La razón que podría aconsejar que la regla de la pasividad tenga carácter imperativo reside en las externalidades negativas que provocan las estrategias anti-opa sobre los agentes potenciales en el mercado. La eficiencia del mercado del control trasciende los conflictos de intereses en el seno de la sociedad, y desde esta óptica, los intereses de los socios no siempre están alineados con la eficiencia del mercado. Naturalmente, los socios tienen un interés mayor en facilitar el mercado de opas que los administradores; pero menor al que sería socialmente óptimo. El problema del *free-riding* es la explicación más aceptada para expresar cómo la persecución del interés privado del socio puede llevar a la frustración de la oferta y, con ello, al estrechamiento del mercado (GROSSMAN y HART, 1980). La solución reside en valorar si la magnitud de la externalidad se ve compensada o no por los costes de la regulación imperativa, que son sustanciosos. Con todo, los ordenamientos con más experiencia en estas lides, como es el caso del inglés, se han decantado tradicionalmente por dar al deber de pasividad el mismo tratamiento que al resto de los deberes de lealtad, y dejar la prohibición en cada circunstancia concreta en manos de los socios. La idea es que si los accionistas entienden que les favorece la inclusión de medidas anti-opa frente a su

exclusión, tienen todo el derecho de perseguir sus intereses como consideren oportuno, sin tener el ordenamiento que atender a otros intereses ajenos. Esta misma orientación es la que sigue, con buen criterio, la normativa española (el vigente art. 14 del Real Decreto de opas, que va a ser reformado por el anteproyecto de reforma de la Ley del mercado de valores (arts. 60 y ss.), pero que sustancialmente se mantiene en los mismos términos, salvo por la inclusión de la regla de la reciprocidad, recogida en el art. 12 de la Directiva de opas). Es más, podría ser razonable que los socios pudieran liberar de forma preventiva y genérica a los administradores del deber de pasividad, siempre que tal autorización de la Junta tuviera una validez temporal determinada (por ejemplo, por un plazo de 18 meses como establece la regla alemana, § 33 II WpÜG). Esta medida podría ser eficiente en algunas situaciones, como cuando los accionistas tengan interés en preservar la estabilidad del *management* (porque así lo requiera el buen fin del proyecto empresarial: el caso paradigmático serían las inversiones en I+D, que se caracterizan por ser a largo plazo y relativamente específicas, lo que las sitúa en riesgo de apropiación por un *raider*), o cuando el socio mayoritario necesite blindar el control si la decisión de salir a bolsa lo convierte en presa fácil. En otros términos hemos de interpretar, no obstante, la autorización de la Junta prevista en el derecho alemán. La ley alemana no adopta un modelo que proteja el interés de los accionistas en los cambios de control mediante opas, más bien al contrario, otorga el poder de decisión a los administradores –con la connivencia del *Aufsichtsrat*³. Por consiguiente, en el derecho alemán, la *default rule* de facto es la permisividad hacia la –natural- actitud defensiva de los administradores, que no precisa la autorización de los socios, salvo en relación con las competencias que sean las propias de la Junta.

Con carácter general es sensato que las prohibiciones en las que se concretan los deberes de lealtad sean reversibles, que se puedan excepcionar en concreto cuando la eficiencia así lo aconseje (BAINBRIDGE, 2002, p. 308). El principio de autonomía que se expresa en los contratos, y los preside, es valioso porque promueve transacciones eficientes. Lo que no puede llevarnos a pensar que sea irrelevante que la regla supletoria sea en principio permisiva o prohibitiva, en la medida en que son siempre los accionistas quienes pueden disponer de la misma en cada situación en función de sus intereses. Esta apreciación no es ajustada. Y, a este respecto, el caso del deber de pasividad es paradigmático. Por de pronto, el riesgo de oportunismo del administrador en situaciones de conflicto es, por lo general, alto, pero hay un espacio para el beneficio mutuo. En cambio, en los casos de opas, la situación a la que se enfrentan los administradores es especialmente dramática y, por ello, interesada. Por eso es por lo que lo más razonable es que la regla general sea la de mayor espectro, la aplicable –sin necesidad de incurrir en los costes de alterarla- al mayor número de casos: la prohibitiva, en este caso.

Es lo que se conoce en teoría de contratos como la *stickiness of default rules*: alejarse de la regla legal supletoria es costoso, no sólo por los costes e inconvenientes de redactar la cláusula alternativa, sino

³ Esto llama la atención porque el § 33 WpÜG comienza consagrando el deber de pasividad en términos categóricos. Inicialmente, el propósito era seguir el modelo de la malograda 13 directiva, que adoptaba la norma inglesa, v. HOPT (2001, p. 61 ss.). Pero en el último momento, se introdujo un inciso que legitima a los administradores a defenderse con la mera autorización del *Aufsichtsrat*. Es claro que la autorización de la junta que preveía y prevé el apartado siguiente se queda sin sentido, v. EKKENGA y HOFSCROER (2002, p. 724 ss.); WINTER y HARBARTH (2002, p. 1 ss.).

porque nuestros sesgos cognitivos en pro del statu quo hacen de éste una solución atractiva con más frecuencia de la que la estricta racionalidad indicaría: KAHNEMAN, KNETSCH y. THALER (1990). Este sesgo se ha comprobado igualmente en el contexto de la celebración de contratos en el sentido jurídico: R. KOROBKIN (1998). Sobre las consecuencias de la persistencia de las normas dispositivas, v. BEN-SHAHAR y POTTOW (2006).

Además, en derecho de sociedades, la reversibilidad de una norma no funciona con igual fluidez desde ambos lados. Las reglas anti-administradores, aquéllas que restringen su libertad en beneficio de los accionistas son más fáciles de enmendar que las reglas pro-administradores, que van en perjuicio de los accionistas (L. BEBCHUK y A. HAMDANI, 2002). Esta perspectiva es, además, la que mejor se adapta al juicio hipotético de los socios si hubieran previsto la regla aplicable antes de que la sociedad saliera a bolsa. De ahí que la decisión de los estados europeos de hacer *opting-in* u *opting-out* del deber de pasividad recogido en el art. 9 de la Directiva de opas no sea neutra. Dejando al margen otras consideraciones de las que daremos cuenta más adelante, es claro que el nivel general de protección de los accionistas es mayor si los Estados adoptan la regla prohibitiva frente a la permisiva, y sin perjuicio de que, en ambos casos, la decisión última en una situación concreta la tengan los socios.

3. La regulación del derecho de opas influye de manera determinante en la fisonomía del mercado de control. El derecho, en este contexto, importa. Pues bien, hay indicios suficientes para entender que la regla de la pasividad es una pieza crucial en el diseño de un derecho de opas eficiente. Esto se comprueba tanto desde la racionalidad teórica o *ex ante* como desde la empírica, o *ex post*. Un análisis abstracto debe estimar la relación coste-beneficio de la regla aplicable, sea la de abstención o la permisiva de la resistencia de los administradores. La legitimidad de una política de resistencia puede venir avalada por la autoridad efectiva de los administradores: no es dudoso de que disponen de información superior y dominan el proceso de negociación. Estas cualidades les hacen valiosos para defender, llegado el caso, los intereses de los accionistas. Lo que sucede es que debemos incluir en el análisis otro factor, el grave conflicto de intereses en el que pueden hallarse inmersos los administradores –recordemos que se juegan su puesto de trabajo. El riesgo, más que probable, de que su utilidad individual distorsione la rectitud de sus decisiones, nos hace pensar en que la balanza se inclina del lado de la pasividad⁴. Este resultado teórico está bien acreditado por los estudios empíricos que se han realizado en esta materia⁵. Los estudios sobre la influencia que tienen las medidas anti opa en el valor de la empresa parecen ser concluyentes. El análisis basado en las Q de Tobin indica que el respeto del deber de pasividad crea valor. Y al contrario, que las estrategias anti-opa reducen el valor de la empresa y producen un coste social⁶.

⁴ La pasividad puede parecer una solución muy drástica, pero lo cierto es que no contamos con otros correctores de esta distorsión. Por ejemplo, sabemos que los paracaídas dorados o la condición de accionistas de los administradores modula el conflicto de intereses, pero no lo elimina.

⁵ Los estudios empíricos que constatan que las opas crean valor para el accionista son muy numerosos. Por citar algunos clásicos, v. JENSEN y RUBACK (1983); JARRELL y. POULSON (1989). En el ámbito europeo, v. GOERGEN y RENNEBOOG (2004).

⁶ Esta es la evidencia de GOMPERS, ISHII, y METRICK (2003). Por otro lado, los estudios empíricos aseveran que las defensas como las *poison pills* o el *greenmail*, hacen bajar el precio de la acción, v. por todos, JARRELL, BRICKLEY y NETTER(1989); MALATESTA (1992).

En este punto se produce una curiosa disociación entre las tesis académicas y la regulación a ambos lados del Atlántico, con la honrosa excepción de Reino Unido. En Estados Unidos, la doctrina mayoritaria está persuadida de la eficiencia de la regla de la pasividad, pero la regulación del mercado de control, que es competencia de los estados, se alinea con las preferencias de los administradores (para regocijo de los abogados de *corporate*)⁷. Tan es así que se multiplican los estudios que tratan de explicar por qué los legisladores o los socios prefieren la regla ineficiente frente a la eficiente⁸. Muchas de estas consideraciones están detrás de la discusión, ya tradicional, sobre los efectos de la competencia entre los estados en la evolución del derecho de sociedades⁹. La historia se escribe de forma bien distinta en Europa continental. Aquí, siguiendo la autoridad del modelo inglés en esta materia, se asume la regla de la pasividad, que, inicialmente, no suscita mucho debate porque no presenta incidencia en el mercado¹⁰. Hasta que se producen las primeras opas hostiles procedentes de sociedades extranjeras. Entonces, la doctrina empieza mayoritariamente a desacreditar y deslegitimar la regla. Y, nos atrevemos a pronosticar, que los estados acabarán amparando las conductas defensivas de los administradores, pues incentivos para ello no les faltan.

El estado de opinión de la doctrina jurídica europea en este apartado vislumbra una profunda desconfianza hacia el mercado de control. Las prevenciones son numerosas y diversas. *La primera línea de resistencia es un prejuicio de carácter ideológico*. Una visión muy difundida de las opas es contemplarlas como transacciones meramente redistributivas, despreciando su aptitud para ser productivas de valor social. El problema es que se cree que el cambio de manos del control se hace a costa de los intereses de los *stakeholders* (sobre todo, trabajadores). En el extremo, se piensa que los administradores que se defienden de una opa, están protegiendo el empleo. Bien mirado, lo que se produce es una alineación de intereses entre administradores y trabajadores, en detrimento de los intereses de los accionistas¹¹. A ellos se les pueden sumar los estados nacionales, si la contingencia política –y es fácil que así ocurra en los casos más señalados– les lleva a ello: los Estados son más proclives a ponerse del lado de los trabajadores que del de los inversores. La respuesta es sencilla: el empleo y la protección de los trabajadores son asuntos de un costal –político– y la regulación de opas, de otro muy distinto.

⁷ La doctrina clásica sigue vigente, v.. EASTERBROOK y EASTERBROOK (1981); GILSON. La actualidad de esta literatura se rastrea fácilmente en contribuciones recientes, a modo de ejemplo, v. GILSON (2001); BEBCHUK (2002).

⁸ Las tesis más recientes ponen en entredicho la calidad del gobierno corporativo en el terreno de los estatutos sociales. Es común encontrar cláusulas que facilitan el aislamiento de los administradores del riesgo de opa, v. BEBCHUCK, COHEN y. FARELL.

⁹ El derecho sobre opas es competencia de los estados. La discusión tradicional se ha enmarcado en el contexto de la competencia entre Estados y la producción de derecho de sociedades [v. R. ROMANO (1993); M. KAHAN y E. KAMAR (2002)]. La tesis que más consistencia ha adquirido en los últimos tiempos es la que sostiene que la llave de que la legislación sea pro-manager está en las reglas que rigen la reincorporación de un Estado a otro, que da el poder de los administradores, v. BEBCHUK, COHEN y FARELL (2002); BAR-GILL, BARZUZA, BEBCHUK (2006). Ver también los comentarios de GÓMEZ y SÁEZ (2006).

¹⁰ Los trabajos que se refieren a esta materia respetan el mismo formato: dar cuenta detallada de las estrategias anti-opa que se conocen y que en nuestro ordenamiento están prohibidas. V. por todos, GARRIDO (2002).

¹¹ M. BERTRAND y S. MULLINATHAN, reportan sobre la relación de defensas anti-opa y los costes salariales.

La segunda línea de resistencia es de naturaleza estructural. La alta concentración del capital en las sociedades europeas supone una barrera estructural al mercado de opas: la operación sólo va a tener éxito si cuenta con el beneplácito del *insider*, lo que reduce dramáticamente el número de sociedades que son susceptibles de ser blanco de una oferta¹². Se piensa, entonces, que una legislación favorable a las opas conducirá necesariamente a que sean pocas las sociedades que quieran salir a bolsa. Este análisis no se compadece con la realidad. Lo cierto es que la regulación de opas tiene escasa virtualidad para la concentración del capital, y, en cambio, promueve la dispersión. La concentración no se explica por el rechazo a las opas, sino más bien por los beneficios privados del control, que es lo que motiva la renuencia de las sociedades a dispersar la propiedad¹³. Desde esta óptica, la concentración persiste porque el mercado de los paquetes de control es más lucrativo para el *controller* que el mercado de valores. Dicho esto, es cierto que en Europa hay interés en dinamizar los mercados de capitales, con el propósito de reducir el coste del capital y aumentar las oportunidades de inversión de nuestras empresas. Este propósito de hacer más atractivas las inversiones bursátiles comporta mejorar nuestra regulación de mercado de valores, pero también la societaria. Y, justamente, en este contexto la regulación de opas cumple una función de primer orden en favor de la dispersión. El desarrollo de los mercados de capitales llevará necesariamente a una tasa mayor de dispersión del capital, y con ello, se elevarán los costes de agencia, los derivados de la imperfecta alineación de intereses entre accionistas –los principales– y los administradores –los agentes. La experiencia continental europea en esta tarea es escasa porque no nos hemos tenido que enfrentar a ella: los socios de control se han encargado de mantener los costes de agencia dentro de márgenes en teoría tolerables. Pero a falta de otros mecanismos disciplinantes de los administradores, que exigen inversiones en tiempo e instrucción, el mercado de control ofrece grandes beneficios.

La tercera línea de resistencia es técnica, y abarca los argumentos jurídicos que se esgrimen contra el deber de pasividad. El punto de partida es que el derecho de opas promueve transacciones ineficientes. Debemos advertir que esta manera de mirar el fenómeno es segado. Cualquier sistema de opas se basa en un *trade-off* entre eficiencia y extracción de rentas¹⁴. Y por eso el derecho importa. La regulación óptima sería aquella que promoviera (siempre o, al menos, más y mejor) las transacciones productivas y frenara (siempre o, cuanto menos, más y mejor) las improductivas. O mirado desde la óptica de los incentivos de los administradores, la que facilitara las opas cuando el rendimiento de los mismos fuera pobre, y las disuadiera cuando el rendimiento fuera bueno. No obstante, los defensores de esta postura prejuzgan que, como las opas son, por naturaleza, expropiatorias, los administradores sirven mejor a los socios estando sujetos al deber de resistencia que bajo el de pasividad. Esta idea se articula a través de dos líneas argumentales. La primera hace hincapié en las diferencias entre Estados en la calidad del Derecho de sociedades y

¹² E. BERGLÖF y M. BURKART (2003) establecen que más del 50% de las sociedades cotizadas en Austria, Bélgica, Alemania e Italia, tienen un socio de control con la mayoría de los derechos de voto. Las tasas de concentración en el resto de Europa siguen siendo altas: Holanda, el 43.5%, Francia, el 20%, España, el 34.5%, y Suecia, el 34.9%.

¹³ V. BEBCHUK, "A rent protection theory of corporate ownership and control". La asociación de beneficios privados del control y la concentración del capital está contrastada, v. LA PORTA, LÓPEZ DE SILANES, SCHLEIFER y W. VISHNY (1993 y 2000).

¹⁴ Este análisis básico es el utilizado por la literatura financiera, para aproximarse a la teoría sobre opas, v. por todos, J. TIROLE (p. 425-430).

la productividad de sus empresas. En consecuencia, consideran prioritario el compromiso de nivelar el terreno de juego. El riesgo que anticipan es que, al aplicar las leyes del mercado, se realicen transacciones que destruyan valor, porque la sociedad-*target* caiga en manos de un expropiador. Si un tiburón, sometido a pocos controles legales en su derecho nacional, adquiere una empresa extranjera, se corre el riesgo de que su objetivo sea extraer las rentas de las inversiones ya realizadas. La segunda línea de argumentos se congrega alrededor del perjuicio de que los mercados son imperfectos y no aciertan a poner precio certero a las sociedades (BLACK y KRAAKMAN, 2002, p. 521 ss.). El resultado que arroja este análisis es la existencia de un alto número de sociedades infravaloradas. Pues bien, se dice que el deber de resistencia de los administradores frente al oferente sirve, en el primer caso, para frenar una adquisición improductiva; y, en el segundo, para elevar el precio de una oferta rebajada. Se viene a decir, en definitiva, que el deber de pasividad produce ineficiencias, mientras que el deber de resistencia protege tanto el interés de los accionistas, como el interés general.

A primera vista, estos argumentos resultan convincentes, pero una reflexión más detenida nos debe persuadir de lo contrario. Es cierto que el mercado de control tiene dos flancos débiles: el riesgo de expropiación y el riesgo de infravaloración. Lo que sucede es que, entre nosotros, estos costes del sistema se encuentran razonablemente neutralizados. El riesgo de expropiación se obstaculiza mediante el instrumento de la opa obligatoria y el riesgo de infravaloración se protege gracias a las opas competidoras. Ambos instrumentos tienen también sus propios costes, sin duda, como quedará claro en las líneas que siguen. Pero ambos están vigentes en España –y en Europa, al menos el primero, por lo que la conveniencia o no del deber de pasividad ha de establecerse en un contexto de opa obligatoria y opas competidoras:

a) La *equal opportunity rule*, que está en el sustrato de la opa obligatoria, es un arma muy eficaz para frenar las ventas expropiatorias. La opa obligatoria aumenta los costes de lanzar una oferta por el control, porque la oferta realizada por el paquete de control debe extenderse al resto de los accionistas. Esto desincentiva las transacciones improductivas: es muy improbable que un expropiador adquiera la sociedad para extraer beneficios privados del control si el coste de hacerlo anula el beneficio esperado. Con todo, la contrapartida de la regla debe ser justamente considerada. La opa obligatoria es, potencialmente, una regla costosa porque inhibe el desarrollo del mercado (BERGLÖF y BUKART, 2003a) y frena, no sólo las transacciones ineficientes, sino también otras eficientes (puede encerrar dentro al *controller*, aún cuando el oferente fuera a crear valor) (BEBCHUK, 1994). Esto nos sugiere que la regla es idónea para proteger a los accionistas en contextos con beneficios privados altos.

b) El riesgo de infravaloración, de existir, está contrarrestado por la subasta que promueven las opas competidoras. Es más, el deber de pasividad excluye la búsqueda de mejores postores, que lo pueden hacer libremente los administradores sin vulnerar sus deberes fiduciarios. Si la oferta inicial no es muy alta, y el mercado estima que todavía hay espacio para la ganancia mutua, lo normal es que se realicen ofertas competidoras que mejoren el precio. Por lo tanto, si el precio de cotización no refleja el valor de la

sociedad-*target*, y la oferta inicial es tímida, se produce un efecto llamada entre los competidores, que pujarán al alza (FISHMAN, 1988; JENNINGS y MAZZEO, 1993). De hecho, quizás el peligro más serio del sistema de subasta es de signo contrario al denunciado, y afecta al adquirente, en vez de al vendedor. Nos referimos al riesgo de sobrevaloración producido por la llamada *winner's curse* o maldición del ganador¹⁵. Lo que no es dudoso es que el régimen de las opas competidoras también tiene su anverso (SÁEZ, 2003, p. 7 ss.). Al igual que la opa obligatoria, inhibe el mercado de control. Las ofertas subsiguientes pueden penalizar gravemente la oferta inicial, que ha incurrido en un coste, con frecuencia elevado, de preparación y presentación, hasta el punto de retraer su ejercicio. Y si no hay oferta inicial, tampoco habrá ofertas competidoras. Pero lo que no es dudoso, es que sea mediante subasta formal, o mediante búsqueda de nuevas ofertas de forma negociada, la competencia entre oferentes hace aumentar la valoración de la *target* (CRAMTON y SCHWARTZ, 1991). Y el deber de pasividad no impide a los administradores buscar mejores ofertas, ya que ello va en interés de los accionistas (art. 9.2 Directiva de opas).

2. ¿Y si lo que de veras importa es el *enforcement*?

En el apartado anterior hemos defendido la idea de que la regla de pasividad es en conjunto eficiente. Y, por suerte, esta es la regla que ha adoptado la directiva y el derecho español en materia de opas. Pero esto no basta. Todos sabemos que “law in the books” no significa necesariamente “law in action”. Esta afirmación es especialmente cierta en una regla como ésta, que suscita una fuerte resistencia en contra de su aplicación. La clave para que la norma sea efectiva -y no trivial- reside en la estrategia de *enforcement* que se siga. El argumento que subyace a esta idea es doble. Por un lado, para que la norma se cumpla con regularidad, es preciso que cale en la cultura corporativa, cristalice como norma social y sea considerada por los operadores del mercado una regla irrenunciable del juego limpio, y, por lo tanto, valiosa. Es muy difícil -y en todo caso, enormemente costoso- hacer cumplir una norma no internalizada en absoluto por parte de la comunidad a la que se dirige. Si la oposición a la misma es muy fuerte, la norma acabará sucumbiendo, salvo casos excepcionales. Por otro lado, el éxito de esta misión depende en gran medida del factor temporal. Es de prever que el colectivo de los *managers* no se quede cruzado de brazos. Tienen fuertes incentivos para hacer fracasar la aplicación de la norma, y cuentan con los contactos y la influencia para conseguir que las cosas acaben inclinándose a su favor. Por ello, en este juego de fuerzas contrapuestas, gana la conducta -sea la resistencia, sea la pasividad- que antes se asiente como norma social. Por eso, cuanto más tarde la regla en afincarse

¹⁵ La maldición del ganador (*winner's curse*) se dan en las subastas de valor común, no en las de valor privado. En las subastas de valor común la valoración del bien es la misma para todos los postores (aunque incierta), mientras que en las de valor privado depende de las preferencias privadas -y distintas- de cada oferente. Con buen criterio, CRAMTON y SCHWARTZ (1991), entienden que en el mercado de control generalmente la subasta de valor común es mejor aproximación a la realidad. El riesgo de caer en la maldición del ganador y acabar pagando de más se estima en el mercado de control especialmente peligroso, v. NARAIYA (1998) y BLACK (1989).

como norma social en el mercado, mayor es el riesgo de que las presiones políticas de los *managers* triunfen. Entonces, la norma social impera, aunque sea ineficiente.

La tesis que nos proponemos defender a continuación es que los mecanismos disciplinantes del deber de pasividad son muy deficientes. La implantación de la norma en el mercado precisa, a nuestro juicio, de un sistema de sanciones –percibidas por el público- bien diseñado, que hagan operativa la norma. De otro modo, el deber se dejará de ver como tal y la norma se irá, progresivamente, deslegitimando.

El primer paso de este programa trata de demostrar que el *enforcement* privado –esencialmente articulado a través de acciones de responsabilidad frente a los administradores que infringen el deber de pasividad no cumple las expectativas que se le pueden haber encomendado. Hipotéticamente, podríamos pensar que las acciones de cesación también podrían ser un arma eficaz para detener las infracciones al deber de pasividad. Lo cierto es, sin embargo, que la ley de sociedades anónimas contempla estrictos condicionantes para la impugnación de los acuerdos del consejo (art. 143 LSA), que será el modo en el que normalmente se habrán expresado las conductas infractoras. No parece posible que los administradores de la sociedad oferente puedan dejar sin efecto mediante esta vía los acuerdos del consejo que resuelvan realizar tácticas defensivas. Además, no debemos olvidar que el deber de pasividad protege los intereses de los accionistas, no así los intereses de los terceros –incluido el oferente, de modo que la tutela declarativa de este no sería procedente en este caso. Eventualmente, parece que en vía rápida la única tutela viable que cabría esperar es la que se pudiera obtener mediante medidas cautelares en sede de una acción de responsabilidad¹⁶.

En consecuencia, centramos el interés en el sistema de *enforcement* tradicional de los deberes de lealtad, instrumentado a través de las acciones de responsabilidad de los administradores. Serán los perjudicados por la conducta desleal de los administradores quienes los demanden frente a los tribunales para obtener la reparación del daño sufrido. Este ha sido el mecanismo al que se ha venido confiando, al menos en el plano teórico, el cumplimiento de la regla de pasividad. Es verdad que, en nuestra experiencia, no se ha registrado litigiosidad en materia del deber de pasividad. Se trata de un mal indicio, dado el encargo a los tribunales de velar por la efectividad de la regulación adoptada. Hay, además, otras razones para pensar que, normativamente, es un mal sistema de *enforcement* de la regla de pasividad. En este contexto, la responsabilidad ni satisface la función compensatoria, ni tampoco la función preventiva. Los motivos que avalan

¹⁶ La doctrina alemana se ha planteado específicamente la posibilidad de una acción de cesación (*Unterlassungsanspruch*) instada por los accionistas. La doctrina mayoritaria se inclina por rechazarla, salvo que la conducta defensiva de los administradores sociales hubiera invadido las competencias de la Junta General: B. GRUNEWALD (p.29); KRAUSE Y T. PÖTZSCH (p. 1120-1121). Hay una posición minoritaria que entiende que la acción de cesación cabría, pues la regla del §33 WpÜG es una norma de competencia, aunque podría ser salvada por la autorización del Consejo de Supervisión (*Aufsichtsrat*): L. RÖH (p. 849-850). Aunque en España acaso cupiera hablar de medidas cautelares en este ámbito, creemos que es difícil que la responsabilidad de los administradores se plantee (por los accionistas, tal vez sí por el oferente, aunque como veremos, éste no puede aprovecharse del deber de pasividad como norma de protección capaz de fundar la imputación objetiva necesaria para establecer la responsabilidad de los administradores frente a él) hasta que se conozca el resultado del proceso de adquisición.

este juicio son de distinto orden. De un lado, están los impedimentos técnicos o estructurales: el diseño de la responsabilidad no permite imputar a los administradores el menoscabo económico sufrido por los socios con ocasión de la utilización de las tácticas defensivas. De otro lado, están los impedimentos funcionales: aún cuando se eliminaran los obstáculos técnicos, la responsabilidad de los administradores, si no se combina con otros mecanismos disciplinadores del deber de pasividad, produce un sistema ineficiente de sanciones y escasa relevancia disuasoria. De estas cuestiones daremos detenida cuenta a continuación.

El segundo paso se encargará de poner en evidencia que la solución requiere del *enforcement* público. Comencemos por el régimen de responsabilidad de administradores en Derecho español, y las razones de su escasa promesa de eficacia en este ámbito.

2.1. El régimen de responsabilidad de los administradores de la sociedad anónima frente a socios y terceros

El régimen de responsabilidad de los administradores de sociedades anónimas presenta perfiles bien distintos según se trate de la responsabilidad ante la sociedad y ante otros sujetos distintos a ella. Así, la responsabilidad de los administradores sociales de una sociedad anónima frente a la propia sociedad se encuentra recogida en Derecho español en el art. 133 LSA, y tiene un fundamento y una naturaleza en cierta medida pacíficos en nuestro Derecho (SÁNCHEZ CALERO, 2005, p. 294). No ocurre lo mismo con la responsabilidad frente a personas distintas a la propia sociedad, señaladamente los accionistas, los acreedores sociales u otros sujetos -no relacionados, por hipótesis, contractualmente con la sociedad-.

La LSA contiene una regla en el art. 135, bajo la denominación de acción individual de responsabilidad -por oposición a la acción social de responsabilidad prevista en el art. 134 LSA- que establece:

“No obstante lo dispuesto en los artículos precedentes, quedan a salvo las acciones de indemnización que puedan corresponder a los socios y a terceros por actos de los administradores que lesionen directamente los intereses de aquellos”.

La posición mayoritaria hoy entre los comentaristas del precepto es que se trata de la previsión de una acción indemnizatoria autónoma, de Derecho de sociedades y fundada en la relación “orgánica” que existe entre administradores y sociedad, si bien se proyecta, por mor del citado art. 135, más allá de la relación administrador-sociedad, en favor de socios, acreedores y otros terceros (ESTEBAN VELASCO, 2005, p. 164-165; MARÍN DE LA BÁRCENA, 2005, p. 147; SÁNCHEZ CALERO, 2005, p. 378).

La posición minoritaria en la doctrina española es la que entiende que el art. 135 LSA no contempla una acción de responsabilidad independiente y autónoma a favor de socios, acreedores y otros terceros, sino que se limita a declarar que la responsabilidad de los administradores frente a la sociedad, y la responsabilidad contractual o extracontractual de la sociedad frente a otros por los actos de los administradores no son óbice para que los

administradores respondan personalmente de daños que causen, cuando las normas de Derecho común, contractual o (más comúnmente) extracontractual, que rijan tales situaciones o supuestos de causación de daños (a socios, acreedores o terceros) así lo determinen¹⁷.

La jurisprudencia, por su parte, parece dar por sobreentendido en la mayor parte de las ocasiones que se trata de una acción con perfil separado, que merece la calificación autónoma de acción individual de responsabilidad de administradores. Esta caracterización aparece con mayor intensidad en algunos pronunciamientos, como los de las SSTS, 1^a, 21.9.1999 (Ar. 7230; MP: Jesús Corbal Fernández); 30.3.2001 (Ar. 6639; MP: Jesús Corbal Fernández); 19.11.2001 (Ar. 2002\355; MP: Pedro González Poveda) y 25.2.2002 (Ar. 1908; MP: Francisco Marín Castán). Finalmente, algunas decisiones del Tribunal Supremo –las que se han pronunciado específicamente sobre la aplicación a esta “acción individual de responsabilidad de los administradores” del plazo de prescripción del art. 949 del Código de Comercio- consideran de forma explícita el carácter autónomo –y mercantil, por ende- de la responsabilidad a la que alude el art. 135 LSA:

“La acción individual de responsabilidad, ya corresponda a los socios, ya a terceros, se regula específicamente en un precepto de la LSA, el artículo 135, que es una norma mercantil cuyo complemento debe buscarse en el Código de Comercio, a tenor del artículo 121 de este último, y dado su carácter de cuerpo legal básico en el ámbito mercantil, antes que en el Código civil.” SSTS, 1^a, 24.3.2004 (Ar. 2066; MP: Ignacio Sierra Gil de la Cuesta) y 7.5.2004 (Ar. 2155, MP: Jaime Santos Briz).

O como señala la STS, 1^a, 27.6.2005 (Ar. 4925; MP: Román García Varela):

“...es una acción directa y principal, no subsidiaria, que se otorga a accionistas, socios y terceros para recomponer su patrimonio particular, cuando la actuación del Administrador produzca una disminución patrimonial...”

Junto a lo anterior hay que reseñar que existen, sin embargo, algunas sentencia del Tribunal Supremo que señalan, no sin cierto componente de confusión, que el fundamento de la responsabilidad ex art. 135 LSA es la responsabilidad extracontractual general que consagra como principio el art. 1902 CC: SSTS, 1^a, 21.5.1992 (Ar. 4274; MP: Jesús Marina Martínez-Prado); 17.7.2001 (Ar. 5433; MP: Román García Varela) y 14.11.2002 (Ar. 9762; MP: José de Asís Garrote).

De acuerdo con la concepción mayoritaria en doctrina y jurisprudencia, se podría entonces hablar de una unitaria y autónoma acción individual de responsabilidad de los administradores frente a terceros por acciones realizadas *qua* administradores, con fundamento normativo en el art. 135 LSA, y que presentaría asimismo unos perfiles unitarios y, específicamente, unos requisitos comunes para que pudiera surgir y prosperar como tal acción autónoma.

¹⁷ El principal defensor de esta tesis es ALFARO ÁGUILA-REAL (2002 y 2002a). De acuerdo en el carácter esencialmente remisivo del art. 135 LSA, VICENT CHULIÀ (2000, p. 660).

Posición mayoritaria que no compartimos. Entendemos que existen razones [examinadas profusamente en ALFARO ÁGUILA-REAL (2002, p. 48 y ss.)] que abonan la inexistencia de una unitaria pretensión de responsabilidad contra los administradores ejercitable por cualquier tercero (socio, acreedor o de otro tipo), con independencia de las circunstancias de cada una de las situaciones de daño que se hubieran dado. Ya tan sólo intuitivamente, tal caracterización unitaria parece poco plausible, y además choca con lo que es habitual en el Derecho general o común de daños: no es el carácter del sujeto –con la excepción, acaso, de las Administraciones Públicas, y ni en este caso la unidad es absoluta- lo que da carácter unitario a las pretensiones de responsabilidad en circunstancias diversas. ¿Por qué habrían de tener fundamento normativo y régimen uniforme la responsabilidad del administrador por los daños derivados de conducir el coche de la empresa, por los daños resultantes de la decisión de ahorrar coste en medidas de seguridad a favor de trabajadores o terceros, o por los que derivarían de su propia conducta personal dolosa al inducir a un acreedor a contratar con la sociedad? En Derecho común de Daños tales pretensiones tienen fundamentos y regímenes muy diversos (Ley de responsabilidad civil y seguro en la circulación de vehículos a motor, ley de prevención de riesgos laborales, arts. 1269, 1270 y 1902 CC, respectivamente) ¿por qué han de tenerlo unificado por tratarse de un administrador de una sociedad anónima el causante de los daños?

En lo que sigue, no obstante, y a pesar de esta reserva importante acerca del entendimiento común en doctrina y jurisprudencia de la sedicente acción individual de responsabilidad, supondremos, a efectos expositivos, que la posición mayoritaria es la que prevalece, a fin de establecer con más verosimilitud el papel de la responsabilidad de los administradores en este contexto.

De acuerdo con la jurisprudencia del Tribunal Supremo, tales requisitos son: daño directo –y no a través de un daño inmediato al patrimonio o intereses de la sociedad- al socio, acreedor u otro tercero; conducta ilícita –como administrador- del administrador demandado, y relación de causalidad entre la conducta ilícita y el daño producido al tercero. La STS, 1^a, 30.3.2001 (Ar. 6639; MP: Jesús Corbal Fernández) se pronuncia del siguiente modo:

“...y prevé en el art. 135 la acción individual de responsabilidad a favor de los terceros por actos que lesionen directamente los intereses de aquéllos. Se trata de una acción resarcitoria, para la que están legitimados los acreedores sociales (ad ex. SS 21 septiembre 1999 y 30 enero 2001) que exige una conducta o aptitud –hechos, actos u omisiones- de los administradores carentes de la diligencia del ordenado comerciante (basta la diligencia simple, sin que sea necesaria, como en cambio ocurría en la legislación anterior, la malicia o negligencia grave) que de lugar a un daño, de tal modo que el accionante ha de probar también que el acto se ha realizado en concepto de administrador y existe un nexo causal entre el mismo y el resultado dañoso.”

Como expresa, por su parte, la STS, 1^a, 25.4.2005 (Ar. 3757, MP: José Almagro Nosete):

“Esto es, los datos fácticos tienen que producir la verificación de una lesión concreta, la determinación precisa de unos actos u omisiones que conduzcan a considerar que la actuación del administrador no fue adecuada con la diligencia ordenada de un comerciante, y, por ello, culposa, todo ello en correlación causal con el daño habido.”

La exigencia de este triple requisito para exigir la responsabilidad de los administradores al amparo de la acción individual se repite, casi machaconamente, en una larguísima serie de decisiones del Tribunal Supremo: SSTS, 1^a, 21.5.1985 (Ar. 2406; MP: Antonio Sánchez Jáuregui); 21.5.1992 (Ar. 4274, MP: Jesús Marina Martínez-Pardo); 21.9.1999 (Ar. 7230; MP: Jesús Corbal Fernández); 19.11.2001 (Ar. 2002\355, MP: Pedro González Poveda); 25.2.2002 (Ar. 1908; MP: Francisco Marín Castán); 4.4.2003 (Ar. 2772; MP: Francisco Marín Castán); 5.6.2003 (Ar. 5017; MP: José Manuel Martínez-Pereda Rodríguez); 18.9.2003 (Ar. 6075; MP: José Manuel Martínez-Pereda Rodríguez); 15.12.2003 (Ar. 8662, MP: Antonio Gullón Ballesteros); 17.6.2004 (Ar. 3627, MP: Pedro González Poveda); 23.6.2004 (Ar. 4649; MP: José Ramón Ferrándiz Gabriel); 22.7.2004 (Ar. 4694; MP: Francisco Marín Castán); 27.10.2004 (Ar. 7042, MP: José Ramón Ferrándiz Gabriel); 7.12.2004 (Ar. 7914; MP: Alfonso Villagómez Rodil); 28.5.2005 (Ar. 5755; MP: Xavier O'Callaghan Muñoz); 10.6.2005 (Ar. 6489; MP: Román García Varela), 30.11.2005 (Ar. 2006\35, MP: Jesús Corbal Fernández) .

La doctrina mayoritaria coincide plenamente con esta caracterización de los presupuestos de la acción individual de responsabilidad de los administradores (ESTEBAN VELASCO, 2005, p. 171; MARÍN DE LA BÁRCENA, 2005, p. 149; SÁNCHEZ CALERO, 2005, p. 382). Cuando en alguno de los tratamientos monográficos de la cuestión (MARÍN DE LA BÁRCENA, 2005, p. 153) se añade la imputación objetiva de los daños cuya indemnización se pretende a la conducta ilícita del administrador, no se está pretendiendo incorporar presupuestos adicionales a los contemplados por la jurisprudencia del Tribunal Supremo, sino tan sólo explicitar de manera técnicamente más correcta el requisito de la conexión entre conducta y daño, que para la formulación tradicional - en el Tribunal Supremo y en la doctrina- queda embebida en la noción de nexo o relación causal.

La distinción entre causalidad, entendida como juicio de experiencia científica que liga un resultado fáctico con un antecedente o condición, y la imputación objetiva de un resultado a una conducta humana de la que puede resultar la responsabilidad, como juicio normativo de relevancia de las condiciones causalmente aceptadas como antecedente del resultado, es hoy asumida sin discusión por la jurisprudencia de la Sala 2^a del Tribunal Supremo.

En cuanto a la Sala 1^a, aunque diversos criterios de imputación objetiva comúnmente aceptados habían encontrado, incluso de antiguo, carta de naturaleza en la jurisprudencia de la sala civil del Tribunal Supremo, no ha sido sino muy recientemente cuando ha comenzado esta a reconocer explícitamente la distinción entre juicio causal y juicio de imputación objetiva: SSTS, 1^a, 6.9.2005 (Ar. 6745; MP: Vicente Luis Montes Penades) y 28.10.2005 (Ar. 7352, MP: Vicente Luis Montes Penades). Dice la primera de las sentencias citadas:

“Estamos, en el caso, ante un problema de imputación objetiva, que muchas veces se ha presentado entre nosotros como una cuestión de relación de causalidad, sin deslindar con precisión entre la operación de fijación del hecho o acto si el cual es inconcebible que otro hecho o evento se considere efecto o consecuencia del primero (nexo causal), y la que estriba en enuclear del conjunto de daños que pueda haber producido el evento lesivo cuáles son resarcibles y cuáles no. Esto es, en evitar que sean puestas a cargo del responsable todas las consecuencias de las que su conducta sea causa (imputación objetiva en sentido propio) para “poner a cargo” del obligado a reparar los daños que se sean resarcibles según las pautas ofrecidas por el sistema normativo.”

La Sala 3^a, por su parte, aunque en la práctica restringe en la práctica la responsabilidad basada en la mera causalidad de forma similar a como resultaría de la aplicación de los criterios de imputación objetiva aceptados en los ámbitos civil y penal, sigue reacia al empleo de la terminología y los razonamientos en clave de imputación objetiva. Sobre la distinción causalidad-imputación objetiva en Derecho de la responsabilidad, véanse: SALVADOR CODERCH y FERNÁNDEZ CRENDE (2006); PANTALEÓN PRIETO (1990, p. 1561).

En cuanto a la ilicitud de la conducta, la jurisprudencia del Tribunal Supremo permite deducir que la afirmación de la ilicitud de la conducta exige un juicio afirmativo de imputación subjetiva a título de dolo o negligencia, no existiendo aquí la posibilidad de imputación subjetiva basada en otros títulos (responsabilidad objetiva, riesgo, garantía de resultado de ausencia de daño). Esto lo afirman explícitamente las SSTS, 1^a, 14.11.2002 (Ar. 9762; MP: José de Asís Garrote); 22.7.2004 (Ar. 4694, MP: Francisco Marín Castán), 20.6.2005 (Ar. 6425; Francisco Marín Castán):

“...el solo hecho del incumplimiento de una obligación social no es por sí mismo demostrativo de la culpa del administrador ni determinante de su responsabilidad.”

Asimismo, este fundamento asentado en un juicio de culpa o negligencia en sentido de infracción de deberes de cuidado o precaución parece quedar sobreentendida en la larga serie de decisiones, citadas más arriba, que al enumerar los presupuestos de la responsabilidad de los administradores, se refieren a la falta de diligencia de los administradores como requisito exigido para la imposición de responsabilidad.

La doctrina mayoritaria concuerda con esta aproximación a la responsabilidad de los administradores basada en un juicio subjetivo de culpa o negligencia¹⁸ (ESTEBAN VELASCO, 2005, p. 174; MARÍN DE LA BÁRCENA, 2005, p. 186; SÁNCHEZ CALERO, 2005, p. 304).

En cuanto a la prueba de los presupuestos de la responsabilidad *ex art.* 135 LSA, de la jurisprudencia anteriormente reseñada resulta con nitidez que la misma queda a cargo del perjudicado demandante que pretende la responsabilidad de los administradores. Que la carga

¹⁸ Este último autor, sin embargo, se basa en la distinción, hoy en día desacreditada en Derecho de la responsabilidad civil (SALVADOR CODERCH y CASTIÑEIRA PALOU, 1998, p. 128-132.) entre cuidado externo -ajuste a deberes externamente verificables de conducta- y cuidado interno -estado de voluntad de cuidado, atención o precaución dirigido a cumplir un deber-. Y, sobre esta base, entiende que dándose la “negligencia externa u objetiva” -que el autor sitúa en la antijuridicidad, no en el juicio subjetivo de culpa-, esto es, incumplimiento “exterior de normas legales o estatutarias, se presume, *iuris tantum*, la culpa del administrador. En sentido similar, PARRA LUCÁN (2003, p.1381-1382), entiende que la infracción de deberes legales o reglamentarios arrastra de por sí la calificación de ilícita de la conducta del administrador, y no cabría, además, prueba en contrario de la ausencia de culpa en la infracción de los mismos, lo que acarrearía, de forma automática, la responsabilidad. La única apoyatura que hemos encontrado para esta tesis en la jurisprudencia del Tribunal Supremo es la expresión “acto negligente o ilegal” que contiene la STS, 1^a, 4.4.2003 (Ar. 2772, MP: Francisco Marín Castán). Por el contrario, una serie no desdeñable de resoluciones del Tribunal Supremo vienen expresamente a desmentir que el incumplimiento de obligaciones sociales del administrador sirva para acreditar, *per se*, la culpa del mismo y, por tanto, para fundar su responsabilidad: SSTS, 1^a, 20.7.2001 (Ar. 6865; MP: Francisco Marín Castán); 22.7.2004 (Ar. 4694; MP: Francisco Marín Castán) y 20.6.2005 (Ar. 6425; MP: Francisco Marín Castán).

de la prueba de la existencia, alcance y cuantía del daño cuya indemnización se pretende pese sobre quien ejercita la acción indemnizatoria es la regla general en Derecho de daños: art. 217.2 LEC; SSTs, 1^a, 31.5.2000 (Ar. 5089; MP: Jesús Corbal Fernández); 13.10.2003 (Ar. 7031; MP: José de Asís Garrote); 11.11.2003 (Ar. 8289; MP: José Manuel Martínez-Pereda Rodríguez); 10.3.2004 (Ar. 1323, MP: Antonio Gullón Ballesteros); 19.1.2006 (JUR 2006\53574); SSTs, 3^a, 11.4.2002 (Ar. 3464; MP: José Manuel Sieira Míguez); 19.4.2002 (Ar. 4059; MP: Agustín Puente Prieto); 23.5.2002 (Ar. 4694; MP: Francisco Marín Castán) y 27.9.2002 (Ar. 8095; MP: Ricardo Enríquez Sancho); entre otras muchas.

En cuanto a la prueba del nexo causal, la solución general es la misma: es el demandante quien ha acreditar la existencia de relación de causalidad entre la conducta del demandado y el perjuicio alegado y acreditado, de nuevo según el art. 217.2 LEC y según reiterada jurisprudencia [SSTs, 1^a, 23.12.2002 (Ar. 10935, MP: Teófilo Ortega Torres); 26.11.2003 (La Ley n^o 5995/2003); SSTs, 3^a, 4.6.2002 (Ar. 5199, MP: Pedro Antonio Mateos García); 10.6.2002 (Ar. 5328; MP: Jesús Gullón Rodríguez)].

No ocurre lo mismo con la prueba de la ilicitud de la conducta del demandado. No es universal, ni mucho menos, en Derecho de daños, adosar la prueba de la culpa necesariamente al demandante. Desde la célebre sentencia del Tribunal Supremo de 10 de julio de 1943 (RJ 856), la jurisprudencia ha venido aplicando, con amplitud y ámbito variable, una inversión de la carga de la prueba de la culpa del demandado, una vez establecido el daño y la relación de causalidad entre daño y conducta atribuible al demandado (REGLERO CAMPOS, 2003, p. 183). Sin embargo, en el ámbito específico de la responsabilidad de los administradores ante terceros (en sentido amplio), el propio Tribunal Supremo ha negado explícitamente que proceda aquí la inversión de la carga de la prueba, con lo que la acreditación de la culpa del administrador queda también a cargo del demandante: SSTs, 1^a, 11.10.1991 (Ar. 6909; MP: Teófilo Ortega Torres); 20.7.2001 (Ar. 6863; MP: Francisco Marín Castán); 25.2.2002 (Ar. 1908, MP: Francisco Marín Castán); 20.7.2001 (Ar. 6865; MP: Francisco Marín Castán); 6.3.2003 (Ar. 2547; MP: Jesús Corbal Fernández) y 22.7.2004 (Ar. 4694; MP: Francisco Marín Castán).

La doctrina mayoritaria (ESTEBAN VELASCO, 2005, p. 173; SÁNCHEZ CALERO, 2005, p. 306) entiende igualmente que la carga de la prueba de tales presupuestos ha de corresponder al demandante, a salvo las opiniones, minoritarias, en lo relativo a la prueba de la culpa de los administradores¹⁹.

2.2. La responsabilidad de los administradores por vulneración del deber de abstención en relación con ofertas públicas de adquisición

Como ya se ha indicado, El Real Decreto de opas establece en su art. 14 un deber de abstención para el órgano de administración de la sociedad objeto de una oferta pública de adquisición.

Este deber de abstención se manifiesta en una fórmula general, consistente en el deber de los administradores de abstenerse de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean

¹⁹ Véase, *supra*, nota 15.

propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta –aclarando, además, que tendrán los administradores que hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios. Junto a la regla general, el art. 14 del Real Decreto de opas prohíbe, en particular, a los administradores, realizar determinadas conductas: emitir acciones, obligaciones u otros valores o instrumentos para la adquisición o suscripción (salvo ejecución de acuerdos previos, autorizados por la junta General); efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta, con la finalidad de perturbarla; enajenar, gravar o arrendar inmuebles u otros activos de la sociedad cuando puedan perturbar la oferta pública.

La vulneración de tal deber de abstención de los administradores establecido en el art. 14 del Real Decreto citado puede, en abstracto, dar lugar a responsabilidad civil de los mismos. En las dos secciones siguientes se examinan los presupuestos de tal responsabilidad en relación con el oferente, en primer lugar, y en relación con los accionistas, en segundo término.

2.3. La responsabilidad de los administradores frente al oferente

En primer término, se puede suscitar la posibilidad de exigir la responsabilidad de los administradores ante el oferente de la OPA. Según la opinión de MARÍN DE LA BÁRCENA (2005, p. 275), tal responsabilidad no puede descartarse en los casos en los que los administradores, con sus tácticas obstativas, hubieran contribuido a la falta de éxito de la oferta pública de adquisición, y de ello –lo que sería casi axiomático en este supuesto– se hubieran causado perjuicios al oferente: daño emergente por los cuantiosos gastos derivados de la preparación y presentación de la OPA frustrada, pero también lucro cesante por la pérdida de la expectativa de resultados económicos positivos netos como consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada. Se dice que, aun cuando las tácticas defensivas pudiera acreditarse que persiguen el interés de los accionistas²⁰, esto no libera a los administradores frente al oferente de deberes de conducta –abstencionista o no obstructora, habría que entender– cuya inobservancia podría fundar responsabilidad ex art. 135 LSA:

“Dicho de otra forma: como cualquier otra persona, tienen –los administradores– el deber de mantener una relación socialmente adecuada con los terceros en el desempeño de sus funciones y competencias, y la obligación de perseguir el interés social no justifica la causación de daños a los socios individualmente considerados o a los terceros, como demuestra el propio reconocimiento legal de su responsabilidad personal frente a estos sujetos por actos realizados en el desempeño del cargo (art. 135 LSA).”

El límite a esta responsabilidad vendría dado por la ausencia de antijuridicidad en el comportamiento de los administradores que ha contribuido a frustrar el desarrollo y éxito de la oferta pública de adquisición, y que el mismo autor encuentra en el criterio de imputación objetiva (de no imputación del resultado de daño a la conducta, en realidad) del riesgo permitido:

²⁰ En cuyo caso es difícil sostener la vulneración del deber de abstención ex art. 14 del Real Decreto de opas, al menos como deber en favor de los accionistas.

si la conducta no encaja en el art. 14 del Real Decreto de opas se trataría de un riesgo (el que imponen los administradores al oferente) permitido y no antijurídico, y no podría haber responsabilidad.

Esta posición no resulta compartible, esencialmente por dos razones. En primer término, porque la responsabilidad de los administradores, aun suponiendo la existencia de vulneración del deber de abstención y la producción de daños al tercero –el oferente, aquí-, requiere la acreditación de la relación de causalidad entre la conducta ilícita y el daño producido. Y relación de causalidad en sentido lato, esto es, no sólo que la conducta infractora del deber de abstención ha sido un antecedente o condición fáctica sin la cual el resultado de daño no se hubiera obtenido –nexo causal en sentido estricto-, sino también que el resultado dañoso debe, normativamente, colocarse a cargo del autor de la conducta infractora, a la vista de los criterios de imputación objetiva de resultados a conductas que son aceptados generalmente en el Derecho de la responsabilidad civil.

En cuanto al primer aspecto, el oferente tendría que probar que las conductas incardinables en el art. 14 del Real Decreto de opas han sido condición *sine qua non* de la frustración de la oferta pública de adquisición. Ello, entiendo, no será posible en el caso en el cual la OPA no prospera por falta de aceptaciones suficientes de los accionistas de la sociedad afectada. En este caso, la prueba de la relación causal es prácticamente imposible, pues existen múltiples otros factores que, aún en ausencia de las tácticas defensivas de los administradores, hubieran podido llevar a los accionistas a no aceptar la oferta pública de adquisición: la STS, 1^a, 26.11.2003 (La Ley 5955/2003), determina que en casos de causalidad alternativa hipotética –hay otros factores que hubieran podido, por sí solos, ser condición necesaria del evento dañoso- no puede afirmarse la relación de causalidad. Esto dejaría como posibles supuestos de responsabilidad, por motivos de causalidad estricta, los de desistimiento de la oferta pública de adquisición. Ahora bien, no todos los casos de retirada de la OPA que prevé el Real Decreto de opas, en su art. 24.1, permitirían hablar de posible conexión causal con las tácticas defensivas de los administradores de la sociedad afectada. Tan sólo los correspondientes a los apartados a) –presentación de OPA competidora- y d) –circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente que provocan que la oferta no pueda realizarse.

MARÍN DE LA BÁRCENA (2005, p. 273-274), entiende, para el caso de acción indemnizatoria entablada por los accionistas al amparo del art. 135 LSA frente a los administradores, y derivada de la vulneración por estos de los deberes de abstención reseñados, acreditada la vulneración de tales deberes y el desistimiento del oferente, se debe presumir *iuris tantum*, la relación causal entre la conducta de los administradores y el daño sufrido por los accionistas. No parece que ni siquiera el propio autor piense que tal presunción sea aplicable a otros supuestos de frustración de la oferta, ni tampoco que la misma pueda operar en favor de personas distintas a los accionistas (MARÍN DE LA BÁRCENA, 2005, p. 274, nota 58).

Pero incluso en estos casos, la imputación objetiva vendría a destruir el presupuesto de la responsabilidad con muy alta probabilidad. En efecto, para que un resultado dañoso causalmente conectado a una conducta ilícita se entienda objetivamente imputable al autor de la conducta, es preciso que el resultado de daño quede englobado dentro del ámbito de objetivos de protección de intereses y bienes jurídicos que la norma o deber de conducta cuya vulneración o

inobservancia ha dado origen a la ilicitud de la conducta trata de proteger. Este criterio de imputación objetiva recibe el nombre de criterio del ámbito de protección de la norma (*Schutzbereich der Norm*) y sustenta la negativa a imputar objetivamente a una conducta infractora aquellos resultados que están fuera de la esfera de la intención protectora de la norma o deber violado (SALVADOR CODERCH y FERNÁNDEZ CRENDE, 2006, p. 15; PANTALEÓN PRIETO, 1990, p. 1561). La jurisprudencia del Tribunal Supremo ha hecho uso de este criterio en diversas ocasiones, en todos para negar la imputación objetiva y, con ella, la responsabilidad: SSTS, 1^a, 22.2.1944; 22.11.1985 (Ar. 5632; MP: José María Gómez de la Bárcena y López); 18.11.1987 (Ar. 9989; MP: Antonio Carretero Pérez); 8.10.1998 (Ar. 7559; MP: Eduardo Fernández-Cid de Temes) y 21.11.1998 (Ar. 8817; MP: Alfonso Barcalá Trillo-Figueroa).

Pues bien, no cabe duda de que la retirada de la oferta por el oferente –con los perjuicios para éste derivados de la preparación y presentación frustradas- provocada por una oferta competidora que, necesariamente, por disposición del art. 33 del Real Decreto de opas, ha de mejorar los términos de la oferta inicial²¹ no es uno de los resultados frente a los cuales el deber de abstención del art. 14 del Real Decreto de opas desea establecer un mandato o prohibición protectoras: por definición, la OPA competidora mejora la posición de los accionistas de la sociedad objeto de las ofertas públicas de adquisición. La OPA competidora, por mucho que perjudique al oferente inicial, no es uno de los resultados frente a los que el art. 14 del Real Decreto de opas trata de proteger a los accionistas de la sociedad afectada. Confirmación adicional de ello la tenemos en la Directiva de opas. El art. 9 de la Directiva, que impone el deber de abstención –bajo la forma de sujetar cualquier acción incluida en su ámbito de aplicación a la autorización de la junta general de accionistas- al órgano de administración o dirección de la sociedad afectada, expresamente excluye de las conductas objeto del mandato de abstención la búsqueda de otras ofertas.

Pero incluso en el caso que resta (retirada de la oferta por circunstancias excepcionales que la hacen imposible, por hipótesis aquí como consecuencia de tácticas defensivas que vulneran el deber de abstención del art. 14 del Real Decreto de opas) tampoco cabría hablar de imputación objetiva del resultado de daño para al oferente a la conducta infractora de los administradores. Y ello por la finalidad protectora del mencionado deber de abstenerse de tácticas defensivas. Como ya se ha indicado, el fundamento de protección de tal deber es proteger el interés del accionista a la libre elección en relación con una oferta pública de adquisición presentada. Que este sea el ámbito de protección de la norma no es sólo una posición doctrinal, aunque ampliamente

²¹ El art. 33 b) del Real Decreto de opas prevé:

“ b) Que, teniendo por objeto, al menos, el mismo número de valores que la última oferta precedente y siendo la contraprestación ofrecida, al menos, igual a la de la última oferta precedente, mejore ésta, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número de valores superior al de aquélla.

No obstante, cuando la mejora sea distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que la oferta mejora la última precedente.

En ningún caso se considerará que se produce una mejora cuando la efectividad de la oferta quede condicionada a su aceptación por un número mayor de valores que la última precedente.”

mayoritaria. Prueba palpable de la finalidad protectora exclusiva para el accionista del deber de abstención *ex art. 14 del Real Decreto de opas* es el hecho de que los accionistas no están sujetos a deber alguno de abstención y, por tanto pueden acudir a tácticas defensivas frente a la oferta pública de adquisición presentada sin restricción alguna (GARCÍA DE ENTERRÍA, 1999, p. 173; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y SÁNCHEZ ÁLVAREZ, 2002, p. 236). De nuevo, la Directiva de opas ofrece confirmación clara de este aserto, pues el deber de abstención que contempla en el art. 9 es un deber de abstenerse de actuar si no se cuenta con la autorización de la junta general. El único sujeto protegido por el deber de abstención, pues, es el accionista.

La acción indemnizatoria entablada por un frustrado oferente, cualquiera que sea, pues, la causa de frustración –reconducible, por supuesto, al ámbito del art. 14 del Real Decreto de opas– no podría prosperar, pues faltaría la necesaria imputación objetiva del resultado dañoso a la conducta infractora. No pueden ampararse, a efectos indemnizatorios, en el deber de abstención de los administradores, aquellos a quienes tal deber no trata de proteger en sus intereses. Esta es igualmente la opinión absolutamente dominante en la doctrina alemana, que también se ha planteado esta cuestión. El §33 WpÜG no es una *Schutzgesetz* en favor del oferente, en el sentido del §823 párrafo 2º del BGB, y por tanto no cabría que fundamentara una pretensión resarcitoria frente a los administradores²².

2.4. La responsabilidad de los administradores frente a los socios

Cuestión distinta es la eventual responsabilidad de los administradores de la sociedad *target* de la oferta pública de adquisición frente a los accionistas de la misma sociedad.

Supuesta la vulneración del deber de pasividad del art. 14 del Real Decreto de opas, ¿qué sería preciso para que se entendieran satisfechos los requisitos de aplicación del art. 135 LSA?

En primer lugar, de acuerdo con la caracterización general del presupuesto subjetivo de la responsabilidad de los administradores que se ha hecho en el apartado II.1, sería necesario un juicio subjetivo de imputación a título de dolo o culpa. Ahora bien, la vulneración del deber de abstención ¿indicaría sin más la existencia de tal imputación subjetiva del resultado dañoso a la conducta de los administradores? Es cierto que hay una línea jurisprudencial en el Tribunal Supremo que entiende, de forma decidida, que el solo hecho del incumplimiento de una obligación societaria no es por sí mismo demostrativo de la culpa del administrador ni determinante de su responsabilidad: SSTs, 1ª, 14.11.2002 (Ar. 9762; MP: José de Asís Garrote); 22.7.2004 (Ar. 4694; MP: Francisco Marín Castán) y 20.6.2005 (Ar. 6425; MP: Francisco Marín Castán).

Sin embargo, en este caso es difícil imaginar que pueda vulnerarse el deber de abstención del art. 14 del Real Decreto de opas de forma excusable para los administradores, esto es, sin mediar intención de afectar negativamente al desarrollo de la oferta pública de adquisición, o sin que tal efecto negativo sea resultado de una conducta negligente del órgano de administración. De hecho, sería un ámbito en el cual cabría aplicar una variante o concreción a las circunstancias de

²² V. B. GRUNEWALD (p. 31); KRAUSE Y T. PÖTZSCH (p. 1124); L. RÖH (p. 857).

la doctrina general de la *res ipsa loquitur*²³: ejecutada una conducta ajena al desarrollo de la actividad ordinaria de la sociedad afectada que indubitadamente perjudica u obstaculiza el desarrollo de la opa, se presumiría la culpa de los administradores. De hecho, un resultado similar parece alcanzar la mayoría de la doctrina que se ha ocupado de la cuestión, pues dan por sobreentendida la imputación subjetiva de la conducta y se ocupan de otros problemas o presupuestos de la responsabilidad (GARCÍA DE ENTERRÍA, 1999, p. 196-197; GARRIDO GARCÍA, 2002, p. 2750; MARÍN DE LA BÁRCENA, 2005, p. 273-274; ALFARO ÁGUILA-REAL, 2002, p. 76).

Más dificultades tiene, sin duda, la prueba del daño directo a los accionistas como consecuencia de tácticas defensivas encuadrables en el art. 14 del Real Decreto de opas. Existen algunas opiniones doctrinales que entienden que la mera vulneración del deber de pasividad determina en principio un daño directo a los administradores (GARRIDO GARCÍA, 2002, p. 2749; MARÍN DE LA BÁRCENA, 2005, p. 273-274). No hay base alguna en la jurisprudencia del Tribunal Supremo, ni en la específica relativa a la responsabilidad de los administradores como consecuencia de la acción individual, ni en la general del Derecho de la responsabilidad civil, que exima en este caso a los eventuales accionistas demandantes de la carga de la prueba de la existencia, alcance y cuantía del daño cuya indemnización se pretende: SSTS, 1^a, 31.5.2000 (Ar. 5089; Jesús Corbal Fernández); 13.10.2003 (Ar. 7031; MP: José de Asís Garrote); 11.11.2003 (Ar. 8289, MP: José Manuel Martínez-Pereda Rodríguez); 10.3.2004 (Ar. 1323; MP: Antonio Gullón Ballesteros); 19.1.2006 (JUR 2006\53574); SSTS, 3^a, 11.4.2002 (Ar. 3464; MP: José Manuel Sieira Míguez); 19.4.2002 (Ar. 4059; MP: Agustín Puente Prieto); 23.5.2002 (Ar. 4694; MP: Pedro José Yagüe Gil); 27.9.2002 (Ar. 8095, MP: Ricardo Enríquez Sancho); entre otras muchas. Así pues, sería preciso que los accionistas que demandaran al amparo del art. 135 LSAy alegando la vulneración del art. 14 del Real Decreto de opas acreditaran que han sufrido un perjuicio directo como efecto de la conducta defensiva de los administradores: este perjuicio habría de ser la diferencia (MARÍN DE LA BÁRCENA, 2005, p. 274) entre el precio contenido en la oferta frustrada como consecuencia de la vulneración del deber de abstención y el valor de cotización en el momento en el que hubieran podido aceptarla (como muy tarde, el momento de finalización del plazo de aceptación de la oferta pública de adquisición, determinado conforme a los arts. 18, 19 y 35 del Real Decreto de opas). En principio, esta diferencia, una vez acreditada, se puede entender indemnizable como lucro cesante (art. 1106 CC), de acuerdo con la jurisprudencia que considera naturalmente resarcibles los beneficios perdidos, e incluso las oportunidades perdidas, siempre que sean concretos, acreditados y probables, y no sean especulativos, inciertos o imaginarios. No estamos aquí ante "hipotéticos

²³ Se trata de una doctrina jurisprudencial con origen en el *Common Law*, pero que en los últimos años ha encontrado amplio eco en la jurisprudencia de la sala 1^a del Tribunal Supremo, sobre todo en conexión con circunstancias de daño desproporcionado: cuando de las circunstancias que rodean la producción del daño resulta altamente improbable que el resultado se hubiera dado sin mediar culpa del demandado, se aprecia esta, aun en ausencia de prueba directa o de hecho base preciso en el que fundar una presunción de las del art. 386 LEC. Entre las sentencias más destacadas en su aplicación se pueden señalar: SSTS, 1^a, 25.6.1999 (Ar. 4895, MP: Xavier O'Callaghan Muñoz); 9.12.1999 (Ar. 8173; MP: Román García Varela); 29.11.2002 (Ar. 10404, MP: Xavier O'Callaghan Muñoz); 8.5.2003 (Ar. 3890; MP: Jesús Corbal Fernández); 15.9.2003 (Ar. 6418; MP: Xavier O'Callaghan Muñoz); 7.10.2004 (Ar. 6229; MP: Antonio Romero Lorenzo); 26.5.2005 (Ar. 6389; MP: Román García Varela).

beneficios o imaginarios sueños de fortuna”, como en ocasiones gráficamente los describe el Tribunal Supremo: SSTS, 1^a, 26.1.1999 (Ar. 323; MP: José Almagro Nosete); 6.6.2002 (Ar. 6755; MP: Ignacio Sierra Gil de la Cuesta); 26.9.2002 (Ar. 8094, MP: Clemente Auger Liñán); 14.7.2003 (Ar. 4629; MP: Pedro González Poveda) y 4.2.2005 (Ar. 945, MP: José Almagro Nosete). En esta circunstancia, nos hallamos ante la frustración de la oportunidad de aceptar una oferta firme.

Resulta igualmente más dificultosa la prueba del nexo causal entre la conducta infractora del deber de abstención y el perjuicio directo a los accionistas que no han podido vender sus acciones en la oferta pública de adquisición. De nuevo aquí existe una posición doctrinal que defiende la existencia de una presunción *iuris tantum* de nexo causal entre los daños sufridos por los accionistas y la conducta defensiva de los administradores encuadrable en el art. 14 del Real Decreto de opas, en los casos en los que la oferta pública de adquisición hubiera devenido ineficaz, o el oferente hubiera desistido de la oferta (MARÍN DE LA BÁRCENA, 2005, p. 273-274). Dicha presunción, en esta opinión, no jugaría en el caso en el que la OPA no hubiera alcanzado las aceptaciones precisas, para el cual entiende que la prueba del nexo causal precisa para establecer la responsabilidad sería “...difícil si no imposible” (MARÍN DE LA BÁRCENA, 2005, p. 274, nota 58). De nuevo, la existencia de la presunción aludida es difícilmente conciliable con la jurisprudencia consolidada en materia de responsabilidad de administradores ex art. 135 LSA, así como en materia de prueba de la relación causal en Derecho de daños [SSTS, 1^a, 23.12.2002 (Ar. 10935; MP: Teófilo Ortega Torres); 26.11.2003 (La Ley n^o 5995/2003); SSTS, 3^a, 4.6.2002 (Ar. 5199; MP: Pedro Antonio García Mateos); 10.6.2002 (Ar. 5328; MP: Jesús Gullón Fernández)].

Por las razones que ya se han apuntado más arriba, en relación con la eventual responsabilidad frente al oferente, no cabría entender que se satisfacen las exigencias de la conexión causal y de la imputación objetiva del daño a la conducta infractora, salvo en el supuesto de desistimiento de la oferta contemplado en el art. 24.1 d) del Real Decreto de opas, esto es, la existencia de circunstancias excepcionales que hagan imposible la realización de la oferta. Si el oferente retira la OPA al amparo de este precepto, lo que exige la conformidad de la CNMV, cabría que los accionistas a quienes se ha frustrado la posibilidad de aceptarla ofrecieran prueba acerca de que tal desistimiento fue causado por las tácticas defensivas de los administradores infractoras del deber de abstención. Si tal prueba fuera estimada suficiente y, concurriendo los demás presupuestos, no podría excluirse con carácter general una responsabilidad fundada en el art. 135 LSA. Pero nos hallaríamos aquí ante el único caso en que, a la vista de la jurisprudencia española en materia de Derecho de daños, y de responsabilidad de administradores más específicamente, pesa sobre los administradores que, por hipótesis, vulneran su deber de pasividad frente a una opa, un riesgo relevante de responsabilidad por daños.

Esta previsión acerca de la escasa virtualidad y alcance de la responsabilidad de los administradores frente a los accionistas por la vulneración del deber de pasividad no es, ni mucho menos, exclusiva del Derecho español. En Alemania, la postura mayoritaria en la doctrina es aún más escéptica acerca de la posibilidad de exigir, por parte de los accionistas, responsabilidades civiles a los administradores que han adoptado medidas defensivas. El §33 WpÜG no se ve como una *Schutzgesetz* favorable a los accionistas, en el sentido del §823 párrafo

2º del BGB²⁴, y por tanto no cabría que fundamentara una pretensión resarcitoria frente a los administradores. Tampoco se considera por la mayoría de la literatura alemana que se ha ocupado de la cuestión que quepa entender que el derecho del accionista en esta circunstancia se considere un *sonstiges Recht*, que permitiera fundar la pretensión indemnizatoria en el §823 párrafo 1º del BGB²⁵. Fuera de los casos de falta de legitimidad societaria de las medidas, por falta de poder o invasión de competencias de la Junta –y rara vez serán tan audaces, o tan torpes, los administradores, parece que pocas oportunidades de ejercitar acciones parecen reconocerse a los accionistas frente a las medidas defensivas de los administradores, aun cuando hayan llevado a frustrar la opa²⁶.

2.5. ¿Es operativa la responsabilidad de los administradores como mecanismo disciplinante del deber de pasividad?

Hemos comprobado en las secciones precedentes cómo los obstáculos a los que se enfrentan las acciones de responsabilidad frente a los administradores que han realizado conductas obstaculizadoras de una opa, entabladas por accionistas o por el propio oferente, son nutridos e importantes. Poca compensación pueden, pues, esperar por esta vía los accionistas perjudicados, y no digamos ya el frustrado adquirente.

La otra cara de la moneda, claro, es que las limitaciones a la capacidad compensatoria del instrumento de la acción de responsabilidad contra los administradores por vulneración del deber de pasividad van a poner igualmente en cuestión su eficacia disuasoria. La cuestión relativa a si las acciones de responsabilidad frente a los administradores pueden constituir un mecanismo eficaz para prevenir que los administradores pongan en marcha tácticas defensivas para defenderse de una opa ha de contestarse negativamente. El problema esencial de la responsabilidad como mecanismo de *enforcement* del deber de pasividad es que tiene baja eficacia preventiva, porque la consecuencia “sancionadora” esperada es esencialmente inoperante, tanto la estrictamente jurídica [v. infra. a)], como la reputacional [v. infra. b)]. Este último aspecto nos pone sobre aviso de que la responsabilidad no es un sistema apto para implementar con eficacia la norma social de la pasividad de los *managers* ante una opa [v. infra. c)].

²⁴ V. B. GRUNEWALD (p. 30); KRAUSE Y T. PÖTZSCH (p. 1123-1124). En contra, L. RÖH (p. 854-855).

²⁵ V. B. GRUNEWALD (p. 30); KRAUSE Y T. PÖTZSCH (p. 1123-1124). En contra, L. RÖH (p. 854).

²⁶ Sí parece verse mayor probabilidad de éxito de la pretensión de responsabilidad ejercitada por la propia sociedad target, si bien aquí también habría que probar la culpa del administrador al valorar la inconveniencia de la opa y la oportunidad de las medidas defensivas, a la par que el montante de los daños tan sólo podría alcanzar al coste para la sociedad –medido por la diferencia del valor del patrimonio social tras la medida defensiva que se debió omitir, y el hipotético valor de ese patrimonio en ausencia de la medida prohibida– de la vulneración de la regla de la pasividad: V. B. GRUNEWALD (p. 29-30); KRAUSE Y T. PÖTZSCH (p. 1122-1123); L. RÖH (p. 851-852) –este último, más proclive a la afirmación de la responsabilidad.. No parece tampoco un camino de rosas ni un mecanismo relativamente fiable de hacer efectivo tal deber.

a) La amenaza de las acciones de responsabilidad no detiene la conducta desleal porque el nivel de exposición a la imposición efectiva de responsabilidad es reducido y la panoplia de consecuencias “sancionadoras” es ineficientemente débil²⁷.

Si lo enjuicamos desde la óptica *ex ante* del análisis coste-beneficio previo a la decisión de realizar o no la conducta infractora del deber de lealtad, al administrador no le cuesta demasiado ser desleal.

- (i) Por de pronto, la probabilidad de que los infractores sean efectivamente declarados responsables es muy baja. No es fácil que el asunto llegue a juicio, si tenemos en cuenta la baja litigiosidad²⁸, así como las dificultades técnicas de Derecho de daños para que la acción de responsabilidad prospere. Además, a lo anterior hay que sumarle la poca experiencia que tienen nuestros tribunales en enjuiciar estas cuestiones, lo cual les hace más propensos a no detectar la infracción del deber de lealtad (la falta de adiestramiento del aparato judicial en cuestiones financieras, y el entendimiento de su función como meros ejecutores de un sistema positivo -perfecto y compacto- propio de nuestra cultura jurídica, les hace proclives a “legalizar” conductas deshonestas, pero formalmente adaptadas a la norma).
- (ii) La responsabilidad, de haberla, es poco costosa porque las cuantías son ineficientemente bajas. Esta disfunción es, en realidad, común al cumplimiento de otros deberes de lealtad de los administradores²⁹. La responsabilidad civil es un remedio que tiene -al menos en la Europa continental- su alcance consustancialmente limitado a la compensación del daño causado, sin que las consecuencias puedan ir más allá, alcanzando el plano de la sanción pura. Así, si los administradores son encontrados responsables, sólo tienen que reparar el daño causado o, alternativamente, cuando el daño, como puede ser frecuente en este contexto, es de difícil estimación, devolver el beneficio que les ha procurado la conducta deshonestas.
- (iii) Con todo, si llegado el caso se les encuentra culpables, no pierden en demasía: su responsabilidad como administradores está de ordinario asegurada, con primas que paga la propia sociedad³⁰. Entonces, la víctima -los accionistas- pechan con su propio daño, aunque dejando por el camino serios costes de transacción. Si,

²⁷ Con razón admite EISENBERG (1999, p. 1276) que si la única razón para no violar el deber de lealtad es la exposición a la sanción legal, los agentes violarían regularmente el deber.

²⁸ La escasa confianza en la función compensatoria de los tribunales en relación con ilícitos relacionados con el mercado de valores es un hecho comprobado empíricamente en otros países, v. COX THOMAS (2002, p. 885 ss.); PRITCHARD (2002, p. 883 ss.).

²⁹ V. COOTER y FREEDMAN (1991, p. 1045 ss.). Esta cuestión está estudiada entre nosotros por PAZ-ARES (2003).

³⁰ Los datos empíricos de que disponemos avalan este juicio. Rara vez la responsabilidad alcanza personalmente al administrador desleal. Los casos en los que responden, al margen de las causas penales, suele ser cuando la sociedad es insolvente o ha tenido problemas económicos para contratar un seguro en buenas condiciones. COFFEE (2006).

excepcionalmente, la cobertura aseguradora estuviera excluida, bien por pacto contractual específico en el contrato de seguro, bien por que la conducta generadora de responsabilidad pueda encuadrarse en el art. 19 LCS, el riesgo indemnizatorio no siempre será elevado, pues puede suponer tan sólo la restitución del beneficio obtenido, esto es, simplemente la vuelta a la situación de partida antes de realizar la conducta prohibida.

- (iv) En el peor de los casos –para el administrador- una elevada condena a indemnizar los daños a los accionistas perjudicados no cubierta por la compañía aseguradora no hará de ordinario que el administrador obstaculizador de la opa haga frente de forma efectiva a la indemnización, pues probablemente la cuantía de la condena superará su activo neto patrimonial. Su insolvencia le protegerá de hacer frente a –todas- las consecuencias de su conducta³¹.

Este cálculo se agrava cuánto mayores incentivos tengan los administradores para infringir el deber de lealtad, o mayores beneficios les rinda la infracción. Tal es el caso de la infracción del deber de pasividad: los beneficios son muy tentadores (existen fuertes incentivos para defenderse) y los costes se externalizan (existen bajas constricciones para no hacerlo). Como hemos visto, la incapacidad de la acción de responsabilidad para disuadir no descansa sólo en la poca entidad de la sanción, en términos esperados (probabilidad de imposición multiplicada por la magnitud) sino también en que su conducta implica unos costes que van a sufrir los bolsillos de los inocentes y no los de los culpables. Pues bien, la baja eficacia disuasoria propia de la acción de responsabilidad encuentra en el caso del deber de pasividad su máxima expresión. En una opa lo que está en juego es la conservación de sus puestos de trabajo y las rentas que les genera el control (los beneficios privados que extraen son, presumiblemente, altos, si tenemos presente que el oferente está dispuesto a aumentar el valor de la empresa a través de la reducción de los costes de agencia). Si las tácticas defensivas les permiten frustrar la oferta y obtener el beneficio de la no remoción, el coste en términos de responsabilidad sin duda les compensa. Si ganan, consiguen el propósito buscado, y el precio no lo asumen ellos, sino los perjudicados por su conducta, los accionistas. Si pierden, el desvalor que haya ocasionado a la empresa el empleo de medidas defensivas gravará en sustancia a los nuevos dueños.

Repárese que no sólo se trata de una cuestión de redistribución de la riqueza de la sociedad, sino de coste social. Al existir una externalidad negativa que la responsabilidad no transfiere eficazmente sobre quien la produce, habrá un exceso de medidas obstaculizadoras. Y tales medidas, además, afectarán negativamente al bienestar social: se encarece el lanzamiento de ofertas por el control, se reducen las probabilidades de que se

³¹ La insolvencia es uno de los principales inconvenientes para el uso de instrumentos indemnizatorios *ex post* para incentivar conductas. Es bien conocido en la literatura de *Law & Economics* que la insolvencia acarrea infraprevisión de conductas dañosas, y determina incluso que cambien las reglas de responsabilidad más eficientes: véase, J. GANUZA y F. GÓMEZ (2006) “.

lleven a cabo, y se estrecha, por ende, el mercado de control³². De ahí que si el *enforcement* privado no cumple las expectativas depositadas en él, podamos esperar, dada la trascendencia para el bienestar social de la inoperancia de aquel, que los poderes públicos cubran el déficit de prevención en este terreno.

b) La mera responsabilidad civil de los administradores tampoco parece arrastrar consigo una sanción reputacional. No debemos olvidar que el reproche social es un mecanismo de *enforcement* extrajurídico muy efectivo. Los administradores, como otras muchas personas en diversas ocupaciones y esferas, no se preocupan sólo de sus ingresos monetarios, sino también de gozar de reputación social. Desde esta perspectiva, un sistema de retribución bien diseñado es una buena manera para incentivar al administrador a cumplir y reducir así los costes de agencia³³. No así, como hemos podido comprobar, los gravámenes que en su peculio pueda ocasionar la infracción de un deber de lealtad³⁴. La responsabilidad, desde el punto de vista puramente monetario, es poco disuasoria. Por eso hay que atender también al elemento reputacional, de modo que la sanción jurídica les pase también factura en términos de desprestigio y demérito en su círculo³⁵. Si, por ejemplo, como resultado de una acción de responsabilidad se les apartara de participar en los consejos de administración -porque se piense que no son dignos de confianza para ocupar tales cargos-, los administradores tendrían serias razones para abstenerse de poner en marcha tácticas defensivas.

Pues bien, el sistema de responsabilidad de los administradores no comporta, *per se*, reproche social, al menos en otros países de nuestro entorno³⁶. Lo hará en aquellos

³² De hecho, desde la teoría económica se argumenta que para que haya verdadera disuasión, la sanción esperada, si ignoramos los costes de *enforcement*, debe igualar el daño social. Esta es la clásica posición de BECKER (1968, p. 169-170). La cuestión problemática, desde luego, sería poder medir el daño social. Sea lo que fuere, lo que es indudable de lo anterior es que el *enforcement* privado está muy lejos de poder conseguir acercar la sanción esperada a la magnitud de la pérdida social generada por la conducta.

³³ JENSEN y MURPHY (1990). La remuneración tiene sus límites. En lugar de reducirlos, puede crear mayores costes de agencia si no está contrarrestada con mecanismos eficientes de buen gobierno, v. BEBCHUCK y FRIED (2004).

³⁴ La teoría dictamina que la sanción reputacional, y no la pecuniaria, es la principal amenaza a la que se ven sometidos los administradores que son llevados a juicio por deslealtad, v. BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2006).

³⁵ Inicialmente se sobrevaloró el papel de la pura sanción reputacional del mercado, v. KLEIN y LEFFLER (1981, p. 615 ss.); FAMA y JENSEN (1983, p. 301 ss.). Hoy sabemos que debe ir unida a la sanción jurídica para lograr niveles de prevención adecuados.

³⁶ Los datos empíricos así lo atestiguan. La litigiosidad frente a los administradores está muy devaluada y no se corresponde con sanciones reputacionales, más bien al contrario. Sólo las sanciones impuestas por la SEC señalizan al mercado el demérito del administrador, v. E. HELLAND (2006, p. 365 ss.). Se podría pensar que el caso estadounidense, en que las acciones de responsabilidad son frecuentes, no es buen parangón del caso español, en que son escasas, desde luego en relación con sociedades cotizadas. Cuánto más raras las acciones de responsabilidad, diría el argumento, más potencial estigmatizador podrían tener las condenas efectivas. Aunque no tenemos evidencia empírica al respecto, nuestra impresión es justamente la contraria: si allí donde la responsabilidad civil funciona de modo más eficaz hay poco rastro de sanción reputacional añadida a la misma, allí donde apenas funciona, la reputación va por derroteros completamente distintos. De hecho, si el argumento que rechazamos fuera cierto, al aumentar el número de acciones de responsabilidad de administradores, lo que

entornos jurídicos en los que la lealtad está muy asentada como norma social, y en relación con casos llamativos de fraude. En términos generales, sin embargo, su eficacia disuasoria es baja. Esto es especialmente cierto para conductas relacionadas con el mercado de valores. Los estudios empíricos indican que la reputación sólo parece ser sensible al *enforcement* privado cuando va acompañado del *enforcement* público³⁷. En cambio, otros tipos de sanciones tienen mayor repercusión reputacional, claramente las penales o las que provienen de instituciones públicas. La razón es simple. Las causas civiles tienden a ser con frecuencia puramente estratégicas y carentes de fundamento, y el mercado descuenta el ruido en la información a estos efectos³⁸. Como resulta de aquellos mercados con más actividad en este terreno, dado que gran parte de los litigios por fraude en el mercado de valores son infundados, su interposición no arroja información negativa fiable sobre los administradores. Esto, si cabe, se hace más evidente en el terreno de las opas. La batalla por el control puede llevar a todas las partes involucradas a utilizar los tribunales como parte de estrategias ofensivas y defensivas. Que las partes se acusen mutuamente –con razón o sin ella– de casi cualquier cosa en un tribunal civil está dentro de la escenificación habitual. En un tribunal penal, aunque no desaparece la pretensión infundada, su frecuencia se reduce, no en balde la denuncia falsa sigue apareciendo como delito en el Código penal.

c) La otra dificultad a la que se enfrenta el sistema de responsabilidad de los administradores en materia de infracción del deber de pasividad es que *no constituye un mecanismo eficaz para implantar una cultura de honestidad y de juego limpio en cuestión de opas*. En cambio, una vez que está aceptado socialmente que la conducta prohibida por la norma es desleal y reprobable, contribuye a que se cumpla. Esto se comprende con facilidad. El administrador aspira a ser aceptado en su entorno y a tener el respeto de quienes lo rodean. Si el sistema de valores de la comunidad premia la honestidad del agente, lo normal es que esta manera de pensar sea internalizada por los actores y acabe impregnando las instituciones y el derecho de sociedades. El *enforcement* social que vela por la implantación de la honestidad en la relación principal-agente actúa en dos niveles. De manera instrumental, la sanción jurídica se compadece con la sanción social en términos de reputación: el administrador culpable tiene una tacha de honestidad, y las sociedades le castigarán no contratándole. Pero, como sabemos, la efectividad disuasoria de la sanción reputacional en este sentido está conectada con el grado de detección de las infracciones a la norma. Sin embargo, el segundo nivel de *enforcement*, la internalización

mejoraría el nivel de “sanción” jurídica, aumentaría también el número de reclamaciones espurias, lo que reduciría el valor informativo y la sanción reputacional asociadas a la acción de responsabilidad.

³⁷ Es más, los estudios indican que la probabilidad de que las acciones civiles tengan éxito aumenta considerablemente cuando van acompañadas de sanciones por parte del regulador, COX y THOMAS (2003, p. 737 ss.).

³⁸ No es de extrañar que los estudios realizados en el mercado americano pongan en evidencia que el grueso de las demandas por fraude se dirigen a grandes compañías (los *deep pockets*), se concentren en determinadas industrias, y frente a sociedades con valores volátiles. Se colige que existe un alto nivel de frivolidad y de estrategia a la hora de litigar, v. ALEXANDER (1991, p. 497 ss.); BOHN y CHOI, (1996, p. 903 ss.); CHOI (2004, p. 1465 ss.).

del deber como norma de conducta, es más efectiva porque actúa aún cuando la deslealtad es difícil de observar. Pues bien, el problema al que nos enfrentamos es que el deber de lealtad es entre nosotros una norma legal, pero no una norma social (v. infra i). Lo cual nos sitúa frente al reto de implementar la norma social (v. infra ii). Y a los riesgos con los que nos podemos topar (v. infra iii).

- (i) Lo cierto es que no estamos ante una regla con fuerte sustento social. La razón no se nos escapa: la conducta de la pasividad no es producto del *lobbying* de los inversores, sino de la influencia normativa de una legislación extranjera en nuestro derecho, a saber, la inglesa. Esta constatación no reduce el valor de la norma: sabemos que contiene una solución *prima facie* eficiente y, como norma social, se convierte en un bien público de gran valor (a falta de norma social, los costes que genera el cumplimiento de la norma legal son muy altos³⁹). Pero, en cierto sentido, es impostada. La regulación de opas es adoptada en frío por el legislador aprovechándose de la experiencia contrastada del Panel de Londres. Allí, son los financieros de la *City* quienes deciden, de manera privada y voluntaria, someterse a un código obligatorio de conducta⁴⁰.

Bien mirado, no resulta tan esencial la procedencia de la norma, esto es, quién produce la regla, los poderes públicos o la autorregulación del mercado (a fin de cuentas, el legislador español recoge la norma generada por los operadores de un mercado eficiente, en vez de fabricar otra)⁴¹. Lo decisivo es otro factor, *el de los grupos de interés que operan sobre un mercado*⁴². Si los intereses de los operadores confluyen en esencia con los dictados de la eficiencia, el mercado se proveerá de reglas que protejan a los inversores, y de mecanismos que garanticen su cumplimiento. En cambio, si los grupos más poderosos son aquellos que tienen intereses particulares de extracción de rentas, el mercado se estructurará para alinearse con sus intereses, al margen de la eficiencia⁴³. Así, en el caso inglés, el

³⁹ En los casos de lealtad en relaciones fiduciarias, la norma social cumple un papel insustituible. De otro modo, para compensar la ecuación, habría que reforzar el sistema de "monitoring" interno, y aplicar daños punitivos [esta medida controvertida, la apoya entre nosotros PAZ-ARES (2003, p. 27-28)]. Con todo, lo cierto es que ambas opciones son muy costosas.

⁴⁰ La norma social tradicional es contraria a las opas hostiles. Se pensaba que las opas eran malas para la industria y una manera deshonesto de adquirir el control de una compañía. Esto va cambiando. El punto de inflexión en Gran Bretaña es la batalla por *British Aluminium*. Auspiciados por el Banco de Inglaterra, los jugadores del mercado se dotan de unas normas de conducta, todas ellas determinadas por el bienestar de los inversores y del mercado. Sobre este particular, v. J. ARMOUR y D. A. SKEEL (2006).

⁴¹ La literatura especializada ha dedicado mucha atención a esta circunstancia. Las opciones que se discuten son la autorregulación, siguiendo el modelo inglés, la competencia entre estados en materia de regulación sobre el mercado de valores, o la creación de un regulador fuerte y eficaz [como muestra, v. S. CHOI (2000); R. ROMANO, (1998); R. A. PRENTICE (2006)]. La experiencia asevera que distintos sistemas funcionan en unos contextos y no lo hacen en otros. Lo fundamental es saber si los incentivos de los individuos o las instituciones que producen las reglas están alineados con el desarrollo del bienestar social o sirven a otros intereses egoístas.

⁴² Esta es la tesis, acertada, a nuestro juicio, de J. ARMOUR y D. A. SKEEL (2006)..

⁴³ S. CRAIG PERRONG (2002).

mercado del control societario está en sustancia en manos de los inversores institucionales, mientras que entre nosotros está fundamentalmente en manos de los bloques de control. Y sus intereses, en un escenario de ofertas públicas, son dispares. En efecto, los *insiders*, sean los administradores en caso de propiedad dispersa, sean los socios de control en caso de propiedad concentrada, no ven con buenos ojos que el mercado les pueda arrebatarse el control. El control les otorga el poder legítimo de tomar decisiones sociales sin contar con la intervención de los minoritarios, y el poder ilegítimo de extraer beneficios privados. Si el mercado está dominado por los *insiders*, es de esperar que convengan las reglas de juego que se ajusten mejor a sus intereses de conservar el control. Otra es la situación cuando el mercado es controlado por los inversores. Entonces, apoyarán el sistema de opas, y en particular, la regla de la pasividad, pues es un mecanismo que sirve a sus intereses y les da voz para decidir individualmente cómo maximizar el valor de sus inversiones.

- (ii) Las reflexiones anteriores nos llevan a la conclusión de que la regla de la pasividad debe instalarse, al menos en cierta medida, como norma social para que sea eficaz. Lo que sucede es que no es tarea fácil implantar el deber de pasividad como norma social. Justamente por eso se hace imprescindible el *enforcement*. Pues, en efecto, para que la pasividad forme parte de las reglas del juego compartidas por los jugadores, es necesario que se sientan comprometidos a no utilizar tales artes. Entonces, los participantes del mercado de control se obligan a respetar la letra y el espíritu de la norma. Pues bien, la idea que es conveniente subrayar es que para lograr que tal compromiso se instale y se cumpla, el peso central de la función disciplinante y sancionadora debiera recaer en *el regulador del mercado*, que es el árbitro del partido.

Y esto es así por dos razones. La primera nos advierte que *el enforcement público tiene un poder disciplinante del deber de pasividad más efectivo que el enforcement privado*. Esto es indudable a la hora de regular un mercado con carácter general. Ya hemos señalado los factores que hacen que la responsabilidad civil de los administradores difícilmente pueda enviar un mensaje disuasorio, dado lo probablemente raquítico de la responsabilidad en términos esperados. Además, la autoridad del regulador hace que la sanción jurídica mande ahora con mayor claridad el mensaje de que las medidas defensivas son reprochables y que ello se corresponda con pérdida efectiva de reputación de los infractores. Sobre estas cuestiones volveremos más adelante.

La segunda reflexión se refiere a *la inconveniencia de atribuir el peso principal de la decisión en estos extremos a los Tribunales de Justicia, lo que ocurre con el mecanismo de las acciones de responsabilidad*. Al margen de disfunciones técnicas provenientes del derecho sustantivo, los tribunales son intrínsecamente inadecuados para imponer el deber de pasividad. Tres razones avalan esta afirmación: el alto riesgo de litigación estratégica, el riesgo de que los jueces pueden verse sometidos a un

sesgo pro-administrador a la hora de aplicar la regla de la pasividad, restándole eficacia, y el riesgo de la infrainversión del lado de la demanda.

El *riesgo de litigación estratégica* consiste en utilizar los tribunales como mecanismo para demorar el proceso. Habitualmente, es una estrategia usada por los administradores de la sociedad opada para ganar tiempo⁴⁴. Pero, qué duda cabe, de que depositar en los tribunales de forma exclusiva, o casi, el cometido de conocer y enjuiciar la vulneración del deber de pasividad es hacer un flaco favor a la eficacia del sistema. Primero, porque el transcurso del tiempo juega en contra del oferente, y los tribunales son lentos. Segundo, porque iniciar un procedimiento judicial es dar pie a los encausados a que utilicen todas las tretas procesales a su alcance para alargar y obstaculizar el proceso de opa. La incertidumbre representa un coste muy alto para los oferentes. Poner el énfasis en la función de los tribunales en este terreno es, probablemente, errado, pues, sin pretenderlo, puede al final volverse en perjuicio de aquellos a quienes el deber de pasividad trata de proteger, los accionistas.

El *riesgo de existencia de sesgos indeseados* se refiere a que si los tribunales son quienes, en definitiva, se encargan de definir y de vigilar el cumplimiento de la pasividad, es previsible que se inclinen por una orientación en favor del administrador mayor de la deseada⁴⁵. Esta observación se explica sin dificultad. Nos resulta intuitivo admitir que el fraude o la mentira son comportamientos no deseables y reprochables. No sucede lo mismo con la utilización de medidas defensivas. A fin de cuentas, podemos pensar, que los administradores no hacen nada ilegítimo, simplemente defender a la sociedad frente a una amenaza injusta (los administradores alegarán por sistema que la oferta –sea cual sea– es inferior al valor de la empresa, una afirmación que a veces será cierta, y otras no, y que puede ser –no siempre, desde luego, difícilmente refutable. Esta manera de pensar está en la mentalidad común, de la que participan los jueces, cuya formación en materia financiera difícilmente irá más allá, en el mejor de los casos, de la que procede de la prensa económica. Lo cual nos hace suponer que aplicarán la regla de la pasividad con profesionalidad y rigor jurídicos, pero sin la convicción que

⁴⁴ La litigiosidad como medida defensiva frente a una opa está bien referida por los estudios empíricos, v. por todos, G. J. JARRELL, (1985). Entre nosotros, la doctrina más atenta incluye la litigiosidad entre las prácticas prohibidas por el art. 14 del decreto de opas, v. J. GARCÍA DE ENTERRÍA (1991).

⁴⁵ Este es, sin duda, un factor relevante para entender el favor hacia las tácticas defensivas del Tribunal Supremo del estado americano de Delaware. En un contexto normativo de primacía del administrador basado en la *business judgment rule*, y con poderosos detractores hacia la regla de la pasividad, pero también con fuertes fundamentos del deber de lealtad, el tribunal adopta una posición intermedia e instaura en la sentencia de *Unocal* el *test* de la proporcionalidad: para evaluar la legitimidad de la medida defensiva, debe comprobarse que la respuesta es proporcional a la amenaza [V. R. J. GILSON y R. KRAAKMAN, (1989)] El resultado hubiera sido muy parecido en Gran Bretaña si se hubiera dejado a los tribunales enjuiciar el deber de pasividad, tal y como lo demuestran las pocas sentencias existentes a finales de los años 60 y principios de los 70s. En sustancia, no se alejan mucho de la doctrina de *Unocal*, v. J. ARMOUR y D. A. SKEEL (2006).

genera la interiorización de la norma. Esta situación de fondo puede ponerse en evidencia al enjuiciar el caso concreto. Si las circunstancias particulares llevan a los jueces a pensar que la oferta es inadecuada, pueden tener la tentación de hacer justicia del caso concreto y levantar la mano al aplicar la prohibición⁴⁶. Esta disfunción puede ser explotada por los administradores “activos” y su equipo de abogados, quienes tratarán de desacreditar la oferta. El sesgo retrospectivo o *hindsight bias* (si aparece una oferta mejor, es que la primera era rechazable *per se*) ya bien identificado por la literatura del *behavioral law and economics*, puede ser aquí una tentación difícil de vencer (SUNSTEIN, 2002, p. 38), y a veces nos podrá llevar a la solución correcta, pero en general no será así.

El riesgo de *infrainversión en litigación del lado de los oferentes* se explica porque los incentivos para dar la batalla en juicio en relación con medidas defensivas están desigualmente repartidos del lado del demandante y del demandado. Ya hemos dado cuenta de las dificultades que hay para que se litigue la regla *ex post*. Pero tampoco es fácil que el oferente solicite al tribunal la cesación y remoción de la conducta. Si la demanda prospera, los frutos los recoge el demandante, pero también sus competidores (una vez que la *target* está desarmada, puede aparecer otro oferente y aprovechar la situación para hacer una mejor oferta). Los beneficios son, en este sentido, públicos (gratis para todos los potenciales oferentes). Los costes, en cambio, gravan individualmente a quien interpuso la demanda. Del otro lado, los demandados están en la situación contraria. Los beneficios de salir victoriosos los disfrutan sólo los administradores, pero no así los costes, que van a cargo del patrimonio social. Esto les hace proclives a defenderse con uñas y dientes si van a juicio, y a no escatimar gastos a la hora de llegar a un acuerdo con el demandante sobre la reparación del daño causado⁴⁷.

- (iii) En este contexto, no podemos dejar de llamar la atención sobre un grave peligro que afecta a las estrategias de *enforcement* del deber de pasividad, como es la regla de la reciprocidad. Esta regla está contenida en el art. 12 en conexión con el art. 9 de la Directiva sobre Opas, y recogida por el gobierno español en la proyectada reforma del mercado de valores. En esencia, establece que cualquier sociedad española puede sustraerse del deber legal de pasividad cuando la empresa extranjera oferente no esté sujeta a dicho deber en su ordenamiento nacional. No es éste lugar para reflexionar en profundidad sobre la oportunidad de la regla, lo

⁴⁶ Claramente, el riesgo de que esto ocurra es mayor en los entornos del common law, pero no podemos descartar que no tenga alguna influencia en los entornos de derecho continental. Parece claro que un juez se mostrará más reacio a imponer una indemnización alta cuando entienden que la conducta dañosa no es moralmente recriminable, v. J. C. COFFEE (1984).

⁴⁷ En las jurisdicciones con más experiencia en litigación sobre fraude en el mercado de valores está comprobado que las partes son proclives a llegar a acuerdos económicos en los contornos de la cobertura garantizada por el seguro de responsabilidad civil de los administradores. Esto supone que los administradores raras veces contribuyen personalmente al acuerdo. Los numerosos estudios empíricos llevados a cabo en los últimos quince años dan fe de ello. Para una visión general, v. por todos, COFFEE (2006).

que algunos ya han comenzado a hacer⁴⁸. Pero sí cabe respaldar una idea que ya habíamos señalado con anterioridad, y es que *lo que refleja la opción por la reciprocidad es una escasa convicción sobre la bondad y la superioridad del deber de pasividad*. De hecho, los estados con más tradición en este terreno, como es el caso de Gran Bretaña, no se han sumado a la reciprocidad. Lo que es lógico: si el ordenamiento que adopta la regla es decididamente pro-inversor y pro-mercado, lo seguirá siendo, sean los jugadores nacionales o extranjeros. Lo contrario es indicativo de que los valores que hay debajo de la reglamentación jurídica son, en realidad, otros. Instrumentalizar el deber de pasividad –que es la expresión de la lealtad de los administradores en caso de una oferta- acaba pasando factura⁴⁹.

Nuestra impresión es que la reciprocidad va a hacer mella, a la larga, en la débil fortaleza del deber de pasividad. Contribuye a resquebrajar su apoyatura extrajurídica, moral si se prefiere, imprescindible para afianzar la norma social, y, con ello, el celo en el *enforcement*. Si rige la reciprocidad, el regulador perderá autoridad moral para sancionar. No será posible que el regulador sea severo con quienes infringen el deber de pasividad sin resultar –o aparentar serlo- arbitrario –todo dependerá de que el oferente sea inglés o alemán, por ejemplo- y excesivo. En el fondo, parecerá que trata con mayor rigor a los oferentes nacionales que a los extranjeros. Por lo que se acabará rebajando el tono disciplinante. Y la puntilla no tardará en llegar, si atendemos al poder que representan los grupos de interés perjudicados por la pasividad.

3. La superioridad del *enforcement* público

3.1. Las condiciones para el atractivo del *enforcement* público

En el apartado anterior se ha puesto de manifiesto que la cuestión del *enforcement* del deber de pasividad no se resuelve satisfactoriamente a través de la revisión judicial *ex post* al analizar las acciones de responsabilidad civil provocadas por su eventual vulneración. Hemos podido comprobar que el *enforcement* privado, aún siendo el instrumento tradicional del que disponemos para lidiar con las infracciones de los deberes de lealtad, no es demasiado efectivo, y menos en lo que toca al deber de pasividad. No consigue, en efecto, su objetivo de dar incentivos relevantes

⁴⁸ Como muestra, v. M. BRECHT (2004), quien se muestra crítico con la medida, por entender, creemos que con buen criterio, que obstaculiza el mercado de control; M. GATTI (2005, p. 553 ss.), quien manifiesta optimismo sobre la operatividad de la regla.

⁴⁹ No cabe esgrimir, como se pretenderá, quizás en un exceso de voluntarismo, que la reciprocidad viene a servir a los intereses del público inversor y a la eficiencia del mercado. Esto evoca una antigua disputa doctrinal sobre las normas de lealtad y su eficiencia. Un polémico artículo de J. MACEY y G. MILLER (1990) sostenía que la vulneración del deber de lealtad debe someterse al escrutinio de la eficiencia para decidir si debe ser o no sancionable. Este trabajo provocó numerosas reacciones en contra. Pero a nuestros efectos, el argumento fundamental es que desconoce la fuerza comunicadora de la ley. El mensaje que manda es que decir la verdad o mentir es meramente instrumental. Este mensaje es indeseable, porque la obligación social de ser leal y decir la verdad perdería valor, y el mercado no sabría en quien confiar, v. I. AYRES (1991).

para hacer cumplir la regla. En breve: ni compensa el daño causado, ni previene su comisión. La solución, de haberla, debe venir más bien del lado del *enforcement* público.

A fin de verificar esta posible mayor eficiencia del *enforcement* público, debemos comprobar tres condiciones. La primera es de legitimidad: se trata de corroborar que la intensidad regulatoria está asociada a beneficios públicos. La segunda es de aptitud: debemos contrastar que sea un mecanismo eficaz para hacer cumplir la no intervención de los administradores en el transcurso de la opa. La tercera es de cálculo: el juicio de eficiencia exige que los beneficios, que indudablemente produce, puedan financiarse a un coste soportable. De lo contrario, no sería viable.

Pues bien, las dos primeras están bien acreditadas. La razón fundamental para sostener la legitimidad y la oportunidad de esta tesis es el coste social. Si los administradores de las sociedades son conscientes de que disponen de un margen no penalizado de maniobra para defenderse frente a la amenaza de una opa, lo utilizarán. Las consecuencias son dos. Por un lado, al margen de que consumen recursos sociales, se bloquean transacciones productivas. Por otro lado, desincentivan que se realicen otras ofertas, si los oferentes ya anticipan que las probabilidades de que la oferta tenga éxito se reducen considerablemente por la intervención de los administradores. El reto está, por lo tanto, en impedir que se materialicen estos costes.

Las instituciones públicas, en particular los reguladores del mercado de valores, son los más indicados para hacerlo. Primero, porque la actuación de los administradores genera externalidades negativas, por lo que estarían legitimados los poderes públicos para actuar. Se trataría de defender los intereses de los inversores y el funcionamiento eficiente del mercado al hacer cumplir la regla de pasividad. Segundo, porque, como hemos podido comprobar, las medidas indemnizatorias civiles, aún cuando se materialicen, no valen mucho para reducir estos costes. Sólo las medidas netamente disuasorias pueden ser eficaces para combatirlos. Tercero, porque para que la regla de la pasividad se haga efectiva, es preciso que sea internalizada por quienes deben respetarla. Y esto se consigue mediante una estrategia sancionatoria firme que discipline a cumplir. Y cuarto, la credibilidad y el prestigio de los reguladores añaden un plus de pérdida reputacional para el infractor que no tendría de otro modo.

En este punto es oportuna una observación de política legislativa. La directiva sobre opas peca de ingenuidad si considera debidamente protegido el interés de los accionistas al darles la opción de poder elegir estatutariamente la aplicación del deber de pasividad, aún cuando el Estado nacional haya hecho *opting-out*, esto es, no lo regule como obligatorio⁵⁰. La razón es simple: si la ley nacional no recoge el deber de pasividad, es difícil que el Estado invierta en recursos para instalar un sistema eficaz de *enforcement* público. Y, como hemos visto, al resultar el *enforcement* privado insuficiente, cabe prever que el deseo de los accionistas no sea garantizado convenientemente por parte de los poderes públicos, y quede en papel mojado.

⁵⁰ En contra, M. GATTI (2005, p. 75-76). Es cierto que es una *default rule*, pero la reversibilidad de una regla pro-administradores hacia una pro-accionistas no es fácil.

El tercer presupuesto es el que requiere un estudio más detenido por nuestra parte.

3.2. Análisis coste-beneficio

3.2.1. Los beneficios

Existen en el terreno que nos ocupa varias ventajas en el *enforcement* público, que evidencian su superioridad respecto del privado. Esto no significa que debamos renunciar sin más a las acciones de responsabilidad de los administradores. Más bien al contrario, lo que implica es que las medidas que garanticen el cumplimiento del deber de lealtad deben provenir de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El regulador debe ser el encargado principal de hacer cumplir las normas que rigen el mercado de control societario. Los tribunales, aquí, deben desarrollar una función complementaria.

Mecanismo ex ante y más flexible: Los tribunales deciden *ex post* y en el marco delimitado por el caso concreto: en este sentido, podemos decir que responden frente al daño. En cambio, esta otra estrategia disciplinante del deber de pasividad pone el acento en los mecanismos disuasorios o controles *ex ante*⁵¹. Se trata de intensificar las funciones de vigilancia y de reaccionar rápida y enérgicamente en caso de infracción. La idea que sustenta esta óptica es poner los medios para evitar las conductas prohibidas antes que reparar el daño una vez infligido. En ocasiones, se puede incluso anticipar una conducta y reaccionar frente a ella. Y, llegado el caso, atajar con urgencia las consecuencias negativas de la infracción antes de que vayan a mayores. Por el contrario, el período de opa se puede alargar inútilmente si damos cabida a los tribunales, lo que hace el mecanismo, ya de por sí costoso, aún menos atractivo *ex ante*, lo que reduce las ventajas de eficiencia del mercado del control societario.

Las tareas de *monitoring* público son, en principio, mecanismos disciplinantes costosos. Con todo, en el supuesto de las tácticas defensivas en opas, la inversión en vigilancia está especialmente indicada. Se da la circunstancia de que las conductas en vulneración del deber de pasividad son altamente visibles, además de que el número de opas que se plantean en el mismo período de tiempo es limitado, lo que permite a los reguladores públicos centrar su atención, y los recursos de *enforcement* disponibles, en la oferta en curso. Su detección, desde esta perspectiva, puede ser alta a bajo coste. Por otro lado, como se trata de fiscalizar conductas de no hacer, y de carácter voluntario para el potencial infractor, no hay riesgo excesivo de *over-compliance*. Se cumple a la perfección –y a coste muy bajo, al menos directo– absteniéndose de realizar el comportamiento prohibido.

⁵¹ S. SHAVELL (2004) recoge la teoría económica canónica acerca de las ventajas y desventajas de eficiencia de los mecanismos *ex post* basados en “sanciones” monetarias e iniciados privadamente –típicamente, la responsabilidad civil– frente a los mecanismos de iniciativa pública que pueden incidir *ex ante* a la producción del resultado dañoso indeseable. No es sorprendente que factores como la información disponible para las autoridades públicas frente a la disponible para los sujetos privados, la dimensión y la viabilidad de las sanciones y su aplicación efectiva, o el coste de imponer y ejecutar la sanción, sean relevantes en este análisis, como lo son en nuestro caso concreto.

Autoridad del *enforcer*: El regulador es la máxima autoridad en el mercado de valores. Sus decisiones son acatadas en el mercado –qué remedio, se podría decir, sin embargo- y su autoridad tiene predicamento entre los operadores. Tiene capacidad sancionatoria reglada y sometida al procedimiento administrativo. La trascendencia de las actuaciones del regulador tienen mucho impacto en el mercado y en el público: es un órgano muy visible y el mensaje que manda en relación con sus esfuerzos disciplinantes se difunde rápidamente (COX y THOMAS, 2003). Bajo esta óptica, como los recursos son limitados, gran parte del secreto del éxito consiste en elegir bien los objetivos sancionables para así lograr señalar el rigor de la disciplina y desalentar las conductas no queridas.

Las dos notas de las que depende el prestigio de la institución reguladora en este caso son las de profesionalidad e imparcialidad. (i) La nota de *profesionalidad* reclama que sus cuadros estén integrados por personas expertas en actividades financieras. Tal instrucción los hace idóneos para detectar comportamientos sofisticados que resultarían inadvertidos para los no adiestrados en el terreno financiero. Presenta, además, una ventaja añadida. El regulador, al centralizar los esfuerzos disciplinantes del deber de pasividad, registra y actualiza las conductas prohibidas. Es un sistema de identificación de las estrategias desleales más dinámico que el del precedente judicial. También tiene mayor repercusión: la estrategia de *enforcement* del regulador afecta a todo el mercado, la del tribunal a las partes en litigio, aunque tenga eco publicitario y valor –relativo, salvo que el asunto llegue al Tribunal Supremo- como verdadero precedente. En definitiva, la orientación financiera en la detección de las conductas desplaza a la jurídica. Esto marca una diferencia sustancial en relación con el catálogo de conductas, *de facto*, sancionables, que se ve ampliado⁵². Los litigantes buscan reparación: se concentran sólo en aquellas actuaciones que producen *a posteriori* un daño directo. En cambio, el regulador persigue cualquier conducta que sea susceptible *a priori* de conculcar el deber prescrito en la norma. El regulador protege mejor los objetivos de bienestar social que se ha marcado el mercado de control societario, y abarca un espectro más amplio de sociedades que pueden ser posibles objetivos de su brazo sancionador. Bien mirado, los grandes perdedores de este sistema son los abogados –los de pleitos, al menos- y quizás esté justificado⁵³. La experiencia comparada demuestra que en litigación relativa al mercado de valores hay falta de alineación entre los intereses de los abogados litigadores y el interés social⁵⁴.

⁵² Los estudios empíricos que tratan de medir la efectividad del *enforcement* privado y público en materia de mercado de valores ponen de relieve que los objetivos que persiguen ambos mecanismos disciplinantes no coinciden. Es común que los litigantes se gobiernen por criterios económicos, busquen *deep pockets* y pérdidas significativas, mientras que el regulador centra sus esfuerzos en empresas de menor entidad, y persigue indicadores de apuros financieros, que señalizan sociedades con mayor riesgo para cometer fraude, y que conducirán a pérdidas irreversibles, v. COX y THOMAS (2003, p. 737).

⁵³ No sólo desde la perspectiva de los costes. En principio, las indemnizaciones no son costes, son meras transferencias redistributivas. Pero es indudable que los costes de litigación deben ser considerados a la hora de evaluar el sistema de *enforcement* privado. La litigación es una vía cara de solucionar disputas. Y el coste neto más significativo es el de los servicios legales, v. JACKSON (2005).

⁵⁴ Hay claramente un problema de incentivos mal ajustados en este sector de la litigación, que impide alcanzar el punto óptimo de persecución de los actos ilícitos, ver, por todos, los trabajos clásicos de COFFEE (1986, p. 669 ss.); MACEY y MILLER (1991).

(ii) La nota de *imparcialidad* nos habla de que el regulador sirve a la eficiencia del mercado y no a intereses particulares de algunos de sus participantes. Debe perseguir las conductas prohibidas sin tratos de favor ni de desfavor. Éste es elemento clave para la credibilidad y el prestigio de la institución. Y a la par, uno de los puntos más débiles de cualquier regulador, porque el riesgo de connivencia con el poder político o con el poder económico es alto. Sobre esto volveremos más adelante, al analizar los costes.

Sistema de sanciones: Un sistema de sanciones eficaz debe contar con un elenco de posibilidades ajustadas a la entidad de la vulneración. La sola posibilidad de que a los administradores se les abra un expediente es razón suficiente para que cuiden su conducta, si atendemos a la publicidad negativa a la que se verían expuestos. Las sanciones tradicionales de los órganos administrativos son las multas o *sanciones pecuniarias*. Dos cuestiones deben tenerse en cuenta en relación con las multas. La primera es que para que estén bien calibradas, su monto debe ajustarse a la cuantía del coste social. La segunda nos indica que para que sean efectivas deben alcanzar directamente al patrimonio del administrador y no al patrimonio social, o al de la aseguradora. En suma, en estas condiciones, si el nivel de detección es elevado, como parece que puede serlo, no es preciso que las sanciones sean muy altas para garantizar una razonable eficacia disuasoria. Con todo, si el regulador no cuenta con los medios suficientes para realizar una vigilancia satisfactoria, las multas altas exhortarán a cumplir –aunque cuanto más altas sean, más difícil será que los administradores tengan patrimonio para pagarlas. Por lo demás, nótese que aunque estos desembolsos sean percibidos como costes por las partes sancionadas, en rigor, no lo son (JACKSON, 2005). Se trata de recursos transferidos de unas partes a otras y que pueden ser reasignados a fines distintos.

Adicionalmente, estos correctivos deben verse reforzados por otros, cuya efectividad los hace irrenunciables. Claramente, las *acciones de cesación y de remoción*, y las sanciones de inhabilitación. Frente a una conducta obstruccionista por parte de los administradores, lo más urgente es detenerla. Es la mejor manera de proteger los intereses de los inversores: obligar a los administradores a cesar en la conducta defensiva, o a corregir el perjuicio realizado antes de que provoque males mayores. Se trata de una protección, por así decirlo, “*in natura*”. Por su parte, las *sanciones de inhabilitación* para ser administrador o la suspensión para operar como tal en el mercado de valores⁵⁵ son un duro golpe para la reputación de los administradores. Por su gravedad, tienen eficacia disuasoria, porque eleva los costes de incumplir. Con todo, este tipo de

⁵⁵El artículo 99, letra r, en conexión con el art. 102 de la Ley del Mercado de Valores recoge el sistema de sanciones muy graves. Por la comisión de una infracción muy grave se pueden imponer varias sanciones: la más habitual es la multa económica de hasta 50 millones de pesetas, pero también puede imponerse una amonestación pública y (más dudoso) una separación del cargo de los administradores hasta un período de cinco años (art. 102 LMV). De hecho, el obstáculo tradicional para que la CNMV aplicara las sanciones previstas en la ley a la vulneración del deber de pasividad era de legalidad: el art. 14 del decreto de opas, que enuncia el deber de pasividad, no tenía suficiente cobertura en la ley del mercado de valores para justificar la imposición de una sanción. Esta laguna pretende enmendarse en el nuevo anteproyecto de ley de reforma de la ley del mercado de valores, que regula directamente la normativa de opas (arts. 60, 60 bis, 60 ter y 60 quater).

sanciones deben administrarse con prudencia, pues conllevan importantes costes. Por de pronto, costes de cumplimiento (cerciorarse de que el administrador sancionado no conculca, directa o indirectamente, la inhabilitación). Pero también se corresponde con un coste social, pues tiene el efecto negativo de disipar el capital humano y sus capacidades productivas.

3.2.2. Los costes

El objetivo de que el regulador fiscalice las conductas de los administradores en caso de opa supone un esfuerzo costoso. El reto de hacer un regulador fuerte está sujeto a serias constricciones presupuestarias y a consideraciones de carácter político.

En buena lógica, los medios personales y materiales destinados al cumplimiento de la regla están en relación directa con el nivel de detección. La ratio para averiguar la inversión óptima guarda proporción con dos variables: la población y la riqueza del país. Los estudios indican que los países de *Common Law* destinan mayor presupuesto –no sólo en términos absolutos, también relativos-, se mida como se mida, a las agencias reguladoras del mercado de valores (JACKSON, 2005). Lo cual sugiere algo que ya sospechábamos: que el desarrollo de los mercados de capitales no sólo depende del esfuerzo normativo pro-inversor, sino también, y muy especialmente, del *enforcement*. La distinción entre “Law in the books” y “Law in action” se vuelve a hacer patente: la eficiencia del mercado de control societario no se alcanzará *de facto*, a pesar de que lo haga *de iure*, si el mercado carece de un regulador con músculo. Es fácil pronosticar que en un entorno jurídico en el que se regula normativamente el deber de pasividad, éste no se cumplirá si la agencia de control carece de capacidad sancionadora para perseguirlo, o de los recursos y personal necesarios para hacerlo eficazmente. En el caso español, el proyecto de ley del mercado de valores pretende enmendar el primer obstáculo; está por ver si se hace lo propio con la rémora presupuestaria⁵⁶.

El elemento político también afecta al funcionamiento del regulador. La cuestión aquí es la independencia del regulador frente a los poderes fácticos que le puedan constreñir. Es claro que el gobierno no debe interferir en el funcionamiento del regulador, presionando para que acomode sus criterios de fiscalización en función de las contingencias políticas. El regulador debiera ser el árbitro del mercado de control, su tarea, aplicar la ley y proteger y promocionar la eficiencia del mercado. Su prestigio residirá en que cumpla satisfactoriamente las funciones que tiene encomendadas. No obstante, es también cierto que la intervención del Estado en las decisiones de las instituciones de carácter económico es menor que en otras de un perfil más político. Y, si en alguna ocasión se cae en la tentación de hacerlo, la reacción por parte de la prensa especializada y de los operadores del mercado es contundente. Lo mismo ocurre en relación con las instituciones europeas, que en el ámbito económico se manejan con reglas de juego más claras que en otros ámbitos. En suma, la tendencia de encontrarnos con este tipo de interferencias es, en Europa, a la baja, correlativamente con el tamaño y peso de los mercados, y

⁵⁶ No disponemos de datos comparados con España. Sí con Alemania, que sale muy mal parada. Los datos dicen que los Estados Unidos tiene una inversión de \$ 83,943 por billón de dólares de capitalización bursátil, mientras que Francia arroja cifras de \$ 19,041 y Alemania de \$8, 896, v. H. JACKSON (2005).

la tradición democrática y liberal de los estados (por ejemplo, es menor en Gran Bretaña que en Italia).

Tampoco debiera ser influenciado por los grupos de presión del propio mercado. Esta circunstancia es, si cabe, más peligrosa que la anterior y más difícil de controlar, porque la intervención de tales grupos suele ser más sutil que la política. Las grandes sociedades cotizadas tienen mucha fuerza e influencia, ya que son los clientes más importantes del mercado. Y en un mercado estrecho como el nuestro, aún más, porque pocos actores mueven una parte sustancial de las transacciones. El regulador –su personal, claro- se mueve en un entorno de cercanía, de trato continuado, que puede llevar a malentender una cierta lealtad con sus intereses particulares en contra de los intereses generales. El caso de la corrupción es extremo, pero se puede minimizar garantizando a su personal un sistema eficiente de remuneración. El riesgo más serio, en nuestra opinión, es otro. Al menos en los países del sur de Europa, la tradición cultural es porosa al personalismo, a una relación de reciprocidad y de intercambios informales muy estrechos en las relaciones sociales. Esta manera de ser se cuela también en las relaciones con las instituciones, sobre todo con las menos formalizadas, como es el caso. El régimen administrativo marca distancia y permite fiscalizar las conductas. Pero el régimen jurídico formal, contra lo que, no infrecuentemente se opina desde el derecho público, no basta, ni mucho menos. Los incentivos económicos en sentido amplio (remuneración, incompatibilidades, transparencia, sanciones administrativas y penales) deben calibrarse con cuidado para alcanzar los objetivos de independencia deseados.

4. Conclusión

El *enforcement* público (de muy pocas normas o deberes, también del de pasividad) tampoco es una panacea. Tiene costes directos e indirectos nada desdeñables y es incapaz de cubrir importantes lagunas de prevención. Pero hay, creemos, muchas y poderosas razones, que hemos tratado de resaltar en este trabajo, por las cuales el *enforcement* privado, basado en las acciones de responsabilidad de accionistas y oferentes frente a los administradores obstruccionistas, es aún más deficiente. Los obstáculos que impiden que la responsabilidad sea medianamente disuasoria de la vulneración del deber de pasividad -y de otros deberes de lealtad, dicho sea de paso- son numerosos y difícilmente salvables. Muchos son congénitos al Derecho de la responsabilidad civil del que forman parte, y los que no son inherentes a este instrumento del Derecho requerirían cambios estructurales tan importantes que su eliminación –la de la prohibición de daños punitivos, por poner un ejemplo- es, en la práctica, irrealizable.

Por descontado, uno podría preguntarse si el deber de pasividad merece tanto esfuerzo, sea del *enforcement* público o del privado. También aquí hemos presentado las razones por las que entendemos que, aunque acaso no sea decisivo en el conjunto del régimen de *Corporate Governance*, es globalmente positivo. Constituye, allá donde funciona, una pieza valiosa y, lo que tal vez sea más relevante, difícilmente reemplazable, del delicado engranaje institucional que permite que el mercado del control societario pueda crecer y funcionar con razonable eficiencia.

5. Tabla de sentencias citadas

Tribunal Supremo

<i>Sala y fecha</i>	<i>Ref.</i>	<i>Magistrado Ponente</i>	<i>Partes</i>
1 ^a , 21.5.1985	2406	Antonio Sánchez Jáuregui	Comunidad de Propietarios del edificio Cautelar c. Antonio J. S., D. ^a Obdulia L. F. y D. Marcial.
1 ^a , 22.11.1985	5632	José María Gómez de la Bárcena y López	Marta, Beatriz y María Victoria U. A. y María, Enrique y Ainoa G. A. c. Administración del Estado
1 ^a , 18.11.1987	9989	Antonio Carretero Pérez	Antonio C. R. y n Antonio T. F. c. Fernando A. B., La Providence IARP, Demetrio R. Y., Francisco C. V. y s Lepanto, S.A.
1 ^a , 11.10.1991	6909	Teófilo Ortega Torres	Española de Fianzas, S.A. c. María Teresa G.R., Juan M.G., Enrique M.P. y Pablo T.A.
1 ^a , 7.5.1992	2155	Jaime Santos Briz	Salvador C.R. y Antonio D.R. c. Ana María J.J. y Manuela G.C.
1 ^a , 21.5.1992	4274	Jesús Marina Martínez-Pardo	La Seda de Barcelona, S.A. c. Bogarty, S.A., Miguel C.P., José C.O. y José.
1 ^a , 8.10.1998	7559	Eduardo Fernández-Cid de Temes	Inés S. T., Inés E. S., Aurelio, Rosa E. S. y Cristina E. S c. Antonio A. C., Antonio Aragonés, S.A., la Unión y el Fénix Español
1 ^a , 21.11.1998	8817	Alfonso Barcalá Trillo-Figueroa	M ^a Rosario F. G. c. José C. V., Comunidad de Propietarios del Edificio Nautilus y Mapfre Industrial, S.A.
1 ^a , 26.1.1999	323	José Almagro Nosete	Mohamed Mohamed G. c. La Salsa, S.A. y Jorge G. A.
1 ^a , 25.6.1999	4895	Xavier O'Callaghan Muñoz	Clara Isabel M. D. y M ^a Eugenia M. D. c. Jesús M. A., Enrique Darío L. F., Rafael S. E. e Instituto Nacional de la Salud
1 ^a , 21.9.1999	7230	Jesús Corbal Fernández	Manuel R. S., Fructuosa del A. G. y Roberto R. del A. c. Cadena, S.A.
1 ^a , 9.12.1999	8173	Román García Varela	Antonia J. J. c. Purificación G. D., Gabriel P. C., Servicio Andaluz de Salud (SAS), Francisco F. M.
1 ^a , 31.5.2000	5089	Jesús Corbal Fernández	Jordi E. S. c. Trans World Airlines Incorporated .

1 ^a , 30.3.2001	6639	Jesús Corbal Fernández	Naviera del Odiel de Contenedores, S.A. c. Envases y Tableros Tarraco, S.A., Francisco M. S. y Magín M. S.
1 ^a , 17.7.2001	5433	Román García Varela	Ocean Office Automation, LTD c. Trisoft España, S.A., Fernando L. G., María de los Ángeles F.-A. V.-C. y Genoveva G. D.
1 ^a , 20.7.2001	6865	Francisco Marín Castán	Hierros Díaz, S.A. y Hierros Díaz Cáceres, S.L. c. Industrias Mecánicas de Extremadura, S.A.
1 ^a , 20.7.2001	6863	Francisco Marín Castán	Agfa-Gevaert, S.A. c. Comercial Servicios Gráficos, S.A., Manuel M. B. y Antonio F. E.
1 ^a , 19.11.2001	2002 \355	Pedro González Poveda	Unión Cervecera, S.A. y J. García Carrión, S.A. c. Monduber, S.A., Vicente C. E., Fermín P. S. y Joaquín M. G.
1 ^a , 25.2.2002	1908	Francisco Marín Castán	Winterthur, S.A. c. José M. F., José Luis y Ladislao Emilio M. B.
1 ^a , 6.6.2002	6755	Ignacio Sierra Gil de la Cuesta	Ricardo S. I. y Montserrat S. A. c. Rogelio P. B.
1 ^a , 26.9.2002	8094	Clemente Auger Liñán	CINESA c. Espectáculos Padro y Cabot, S.L.
1 ^a , 14.11.2002	9762	José de Asís Garrote	Banco Central Hispanoamericano, S.A. c. José Luis A. R., Manuel M. O., Juan José E. M., César G. M. y Luis Bruno I. G.
1 ^a , 29.11.2002	10404	Xavier O'Callaghan Muñoz	Fernando M. V. c. José Ramón B. S.
1 ^a , 23.12.2002	10935	Teófilo Ortega Torres	M ^a Pilar J. G. c. Pirotecnia Zaragoza, S.A.
1 ^a , 6.3.2003	2547	Jesús Corbal Fernández	Laminados Vallé, S.A. c. Construcciones Metálicas, S.L., José Luis B. B. y Isicio B. G.
1 ^a , 4.4.2003	2772	Francisco Marín Castán	Juan Rafael M. A. y José Ángel A. I. c. Luis María O. E., Dispak Sociedad Cooperativa de Responsabilidad Limitada, DDC, S.A. y DDC Dispak, S.A.
1 ^a , 8.5.2003	3890	Jesús Corbal Fernández	Marisol c. Asistencia Sanitaria Colegial, Winterthur y Carlos Antonio.
1 ^a , 5.6.2003	5017	José Manuel Martínez-Pereda Rodríguez	COCANTRA, S.A. c. Gulca, S.A., Tomás, Flora, Edurne y Lucas.
1 ^a , 14.7.2003	4629	Pedro González Poveda	Julia c. Luis María, Repsol Butano, S.A., Elsa y. Daniel
1 ^a , 15.9.2003	6418	Xavier O'Callaghan Muñoz	Carlos Francisco c. Donato, Instituto Nacional de la Salud y Winterthur.

1 ^a , 18.9.2003	6075	José Manuel Martínez-Pereda Rodríguez	Mercados Químicos Industriales, SA c. Franco y María del Pilar.
1 ^a , 13.10.2003	7031	José de Asís Garrote	Everardo c. Jaime, Agora Asesoría de Seguros y c Previsión Española, S.A.
1 ^a , 11.11.2003	8289	José Manuel Martínez-Pereda Rodríguez	Jesús, Don Esteban y Aurelio c. Alonso, Juan Manuel y Carlos Manuel, Fernando Eduardo y AGF Seguros.
1 ^a , 15.12.2003	8662	Antonio Gullón Ballesteros	Transportes y Navegación Ramírez Hermanos, S.A. c. Darwin, S.A. y Knots, S.A.
1 ^a , 10.3.2004	1323	Antonio Gullón Ballesteros	URTIRA, S.L. c. Luis Miguel y ELGOPEBI, S.A.
1 ^a , 24.3.2004	2066	Ignacio Sierra Gil de la Cuesta	Aldosa, S.L.c. Iván, Constantino y Salvador.
1 ^a , 17.6.2004	3627	Pedro González Poveda	Altos Hornos de Vizcaya, SA c. Hugo y Europea del Menaje, S.L.
1 ^a , 23.6.2004	4649	José Ramón Ferrándiz Gabriel	Agro-Herma, S.A., Tausendt, S.A., Elvira, Marí Jose, Juana y Ana c. Donato; Leonardo y Luis Enrique.
1 ^a , 22.7.2004	4694	Francisco Marín Castán	Koxka Zaragoza, S.A. c. Luis Antonio, Lucas, D ^a Diana, Eugenia y Constantino.
1 ^a , 7.10.2004	6229	Antonio Romero Lorenzo	Melisa c. Carlos Jesús, Servicio Andaluz de Salud y Winterthur
1 ^a , 27.10.2004	7042	José Ramón Ferrándiz Gabriel	IBM, S.A. c. Almudena, Sisbarna, S.L., Jesús Manuel, Jose María, Cristobal y Sistemas y Componentes, S.A.
1 ^a , 7.12.2004	7914	Alfonso Villagómez Rodil	Hugo y otros trabajadores c. Carlos Ramón, José Ignacio, Rafael y Jaime
1 ^a , 4.2.2005	945	José Almagro Nosete	Becton Dickinson, S.A. c. Dilab, S.A. y Ricardo
1 ^a , 25.4.2005	3757	Jesús Ernesto Peces Morate	Consorcio para el Abastecimientos de Agua y Saneamiento de la Comarca del Gran Bilbao c. Administración del Estado.
1 ^a , 26.5.2005	6389	Román García Varela	Simón c. Clemente e INSALUD.
1 ^a , 28.5.2005	5755	Xavier O'Callaghan Muñoz	Industrias Galycas, S.A. c. Cristobal, Carlos María, Umaca, S.A., D. Abelardo, Ramón y Derivados del Cemento, S.L.
1 ^a , 10.6.2005	6489	Román García Varela	Banco de Comercio, S.A., c. José Ángel.
1 ^a , 20.6.2005	6425	Francisco Marín Castán	Cortabarría, S.A. y Expansión Mercantil, S.A. c. Trade 92, S.A., José Francisco y Francisca.

1 ^a , 27.6.2005	4925	Román García Varela			Administración del Estado c. Joaquín, José Pablo, Jesús Carlos y Alfonso.
1 ^a , 6.9.2005	6745	Vicente Penades	Luis	Montes	Carlos Alb. y Encarna. C. Lucio.
1 ^a , 28.10.2005	7352	Vicente Penades	Luis	Montes	Befres, S.L. c. Eugenio., Mauricio, Rodrigo y José Manuel.
1 ^a , 30.11.2005	2006 \355	Jesús Corbal Fernández			D. Lucas c. Inversiones Edetanas, S.A., Donato, José Pedro, Juan Luis y Rafael.
3 ^a , 11.4.2002	3464	José Manuel Sieira Míguez			Pompas Fúnebres de Badalona, S.A. c. Administración del Estado
3 ^a , 19.4.2002	4059	Agustín Puente Prieto			María Victoria G. C. c. Administración del Estado
3 ^a , 23.5.2002	4694	Pedro José Yagüe Gil			Áridos Monduber, SA c. Ayuntamiento de Gandía
3 ^a , 4.6.2002	5199	Pedro García	Antonio	Mateos	David C. A., Delfina M. G., Marta C. M., Gemma C. M. y Rubén C. M. c. Comunidad Foral de Navarra.
3 ^a , 10.6.2002	5328	Jesús Gullón Rodríguez			Francisca C. M y otros c. Administración del Estado, Junta de Andalucía y Obispado de Córdoba.
3 ^a , 27.9.2002	8095	Ricardo Enríquez Sancho			Miguel P. B. y Bárbara G. L. c. Ayuntamiento de Palma de Mallorca y Porto Pi, S.A.

6. Bibliografía

J. ALEXANDER (1991), "Do the merits matter? A study of settlement in securities class actions", 43 *Stan. L. Rev.*

J. ALFARO ÁGUILA-REAL(1995), *Interés social y derecho de suscripción preferente: una aproximación económica*, Madrid.

--- (2002), "La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales", en *RdS* (2002), p. 45.

--- (2002a), "La acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales", en *InDret* 3/2002, (www.indret.com).

P. ASQUITH (1983), "Merger bids, uncertainty, and stock returns", 11 *Fin. Econ.*

J. ARMOUR y D. A. SKEEL (2006), "Who writes the rules for hostile takeovers and why? The peculiar divergence of US and UK takeover regulation" (www.ssrn.com).

- I. AYRES (1991), "Back to basics: regulating how corporations speak to the markets", 77 *Va. L. Rev.*, p. 945.
- S. M. BAINBRIDGE (2002), *Corporation law and economics*, New York.
- (2005), "Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers", (www.ssrn.com).
- O. BAR-GILL, M. BARZUZA, L. BEBCHUK (2006), "The market for Corporate Law", 162 *JITE*, p. 134 ss.
- L. BEBCHUK (1994), "Efficient and inefficient sales of corporate control", 109 *Quarterly J. of Econ.*, p. 957 ss.
- (2002), "The case against board veto in corporate takeovers", 69 *U. Chi. L. Rev.*, p. 973 ss.
- L. BEBCHUCK, A. COHEN, A. FARELL, "What matters in Corporate Governance?" (www.ssrn.com).
- (2002), "Does the evidence favour state competition in corporate law?", 90 *Cal. L. Rev.*, p. 1775 ss.
- BEBCHUCK y J. FRIED (2004), *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*.
- L. BEBCHUK y A. HAMDANI (2002), "Optimal defaults for corporate law evolution", 96 *Northwestern University Law review*; 96-2.
- G. BECKER (1968), "Crime and Punishment: An economic approach", 76 *J. Pol. Econ.*
- O. BEN-SHAHAR y J. POTTOW (2006), "On the Stickiness of Default Rules", 55 *Florida State U. L. Rev.*
- E. BERGLÖF y M. BURKART (2003), "European takeover regulation", 36 *Economic Policy*, p. 179.
- (2003a), 18 *Econ. Pol.*, pp. 196-198.
- E. BERTRAND y S. MULLINATHAN, "Executive compensation and incentives: The impact of takeover legislation" (www.ssrn.com).
- B. BLACK (1989), "Bidder overpayment in takeovers", 41 *Stan. L. Rev.*, (1989), pp. 623-628.
- B. BLACK y R. KRAAKMAN (2002), "Delaware's takeover law: the uncertain search for hidden value", 96 *Nw. U. L. Rev.*, p. 521 ss.
- B. S. BLACK, B. R. CHEFFINS, M. KLAUSNER (2006), "Outside directors liability", 58 *Stan. L. Rev.*

J. BOHN y S. CHOI (1996), "Fraud in the new issue market: empirical evidence on securities class actions", 144 *U. Pa. L. Rev.*

M. BRADLEY, A. DESAI, E. H. KIM (1983), "The rationale behind interfirm tender offers: information o synergy?".

M. BRECHT (2004), "Reciprocity in takeovers", en G. FERRARI, K. J. HOPT, J. WINTER y E. WYMEERSCH (eds.); *Reforming company law and takeover in Europe*.

C. DE CÁRDENAS SMITH (1993), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Cívitas, Madrid.

S. CHOI (2004), "The evidence of securities class actions", 57 *Va. L. Rev.*

--- (2000); "Regulating investors not iussers: A market-based proposal", 88 *Cal. L. Rev.*, p. 279.

R. COOTER y B. J. FREEDMAN (1991), "The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences", 66 *N Y. U. L. Rev.*

J. C. COFFEE (1984), "Regulating the market for corporate control: A critical assessment of the takeover`s role in corporate governance", 84 *Colum. L. Rev.*, p. 1150.

--- (1986), "Understanding the plaintiff`s attorney: the implications of economic theory for private enforcement through class and derivative actions", 86 *Colum. L. Rev.*, (1986), p. 669 ss.

--- (2006), "Reforming the securities class action: An essay on deterrence and its implementation" (www.ssrn.com).

J. D. COX y R. S. THOMAS (2002), "Leaving money on the table: Do institucional investors fail to file claims in securities class actions", 80 *Wash. U. L. Rev.*

--- (2003), "SEC enforcement heuristics: an empirical enquiry", 53 *Duke L. J.*

S. CRAIG PERRONG (2002), "A theory of financial exchange organization", 43 *J. of L. & Econ.*

P. CRAMTON y A. SCHWARTZ (1991), "Using Auction theory to inform takeover regulation", 7-1 *JLEO*.

DRYGALA (2001), "Die neue deutsche úbernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf §33 WpÜG", ZIP.

F. H. EASTERBROOK y G. A. JARRELL (1984), "Do targets gain from defeating tender offers?", 59 *N.Y. U. L. Rev.*

F. H. EASTERBROOK & D. R. EASTERBROOK(1981), "The proper role of a target´s manager in responding to a tender offer", 94 *Harvard Law Review*, p. 1161 ss.

M. A. EISENBERG (1999), "Corporate law and social norms", 99 *Colum. L. Rev.*

EKKENGA y HOFSCROER (2002), "Das Wertpapierwerbs- und Übernahmegesetz", *DStR*.

G. ESTEBAN VELASCO (2005), "La acción individual de responsabilidad ", en Á. ROJO y E. BELTRÁN (directores), *La responsabilidad de los administradores*, Valencia.

E. F. FAMA y M. C. JENSEN (1983), "Separation of ownership and control", 26 *J of L. and Econ.*

L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ (2002), "Limitación de la actuación del órgano de administración de sociedad afectada por el lanzamiento de una oferta pública de adquisición", en *RdS*.

M. FISHMAN (1988), "A theory of pre-emptive shareholder takeover bidding", 19 *RAND Journal of Economics*, p. 88-101.

J. GANUZA y F. GÓMEZ (2006), "Realistic Standards: Optimal Negligence under Limited Liability", bajo evaluación, *J. Pol. Ec.*

J. GARCÍA DE ENTERRÍA (1991), "Los recursos y acciones contra las opas como medida defensivas", *RDM* (1991), p. 423-464.

--- (1999), *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Cívitas, Madrid.

J. M. GARRIDO GARCÍA (2002), "La actuación de los administradores frente a una OPA hostil", en VV AA, *Derecho de sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Vol. III, McGraw-Hill, Madrid.

M. GATTI (2005), "Optionality arrangements and reciprocity in the european takeover directive", 5 *EBOR*.

R. J. GILSON (1981), "A structural approach to corporations: the case against defensive tactics in tender offers", 33 *Stanford Law Review*, p. 819 ss.

R. J. GILSON y R. KRAAKMAN (1989), "Delaware´s intermediate Standard for defensive tactis: Is there substance to proportionality Review", 44 *BUS. L.*, p. 247 ss.

R. J. GILSON (2001), "Unocal fifteen year later (and what we can do about it)", 26 *Del. J. Corp. L.*, p. 491 ss.

M. GOERGEN & L. RENNEBOOG (2004), "Shareholders wealth effects of european domestic and cross-border takeover bids", 10 *Eur. Fin. Manag.*, p. 9 ss.

Fernando GÓMEZ POMAR y M^a Isabel SÁEZ LACAVE (2006), 162 *JITE*, p. 161 ss.

P. GOMPERS, J. ISHIL, y A. METRICK (2003), "Corporate Governance and equity price", 118 *Quarterly Journal of Economics*.

S. J. GROSSMAN y O. HART (1980), "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation", 11 *Bell J. Econ.*, p. 42-43.

B. GRUNEWALD (2004), "Comentario al § 33 WpÜG", en T. BAUMS y G. T. THOMA, *Comentar zum Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz*, Köln.

E. HELLAND (2006), "Reputational penalties and the merits of class actions securities litigation", *J. of L. & Econ.*

HIRTE, en *Kölner Kommentar zum WpÜG*, §33, Rdn. 27.

HOPT (2000), "Verhaltenspflichten des Vorstand der Zielgesellschaft bei feindliche Übernahme", F. S. Lutter.

--- (2001), "Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz -gemeinsamer Standpunkt des Rates zur 13. Richtlinie und Diskussionsentwurf des Übernahmegesetzes", F. S Koppensteiner.

H. E. JACKSON (2005), "Variation in the intensity of financial regulation: Preliminary evidence and potential implications" (www.ssrn.com).

G. J. JARRELL (1985), "The wealth effects of litigation by targets: do interests diverge in a merger?", 28 *J. L. & Econ.*, p. 161 ss.

G. J. JARRELL y A. POULSON (1989), "The return to acquiring firms in tender offers: evidence from three decades", 18 *Fin Man.*

G. J. JARRELL, J. BRICKLEY & J. NETTER (1989), "The market for corporate control: the empirical evidence since 1980", 2 *Journal of economics perspectives*, p. 49-68.

M. JENSEN (1988), "Takeovers: their causes and consequences", 2 *Journal of economics perspectives*, p. 21-48.

R. H. JENNINGS y M. A. MAZZEO (1993), "Competing bids, target management resistance, and the structure of takeover bids", 5 *Review of Financial Studies*, p. 883-910.

- M. C. JENSEN y R. RUBACK (1983), "The market for corporate control: the scientific evidence", 11 *J. Fin Econ*, p. 10.
- M. C. JENSEN y K. J. MURPHY (1990), "CEO incentives -It's not how much you pay, but how", *Harv. Bus. Rev.*
- M. KAHAN y E. KAMAR (2002), "The myth of state competition in corporate law", 50 *Stan. L. Rev.*, p. 679 ss.
- D. KAHNEMAN, J. KNETSCH y R. THALER (1990), "Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem", 98 *J. Pol. Ec.*, p. 1325.
- KIRCHNER (1999), "Neutralität und Stillhaltenpflicht des Vorstands der Zielgesellschaft im Übernahmerecht", AG.
- B. KLEIN y K. B. LEFFLER (1981), "The role of market forces in assuring contractual performance", 89 *J. of Pol. Econ.*
- R. KOROBKIN (1998), "The Status Quo Bias and Contract Default Terms", 83 *Cornell L. Rev.*
- KRAUSE y T. PÖTZSCH (2005), "Comentario al § 33 WpÜG", en ASSMANN, PÖTZSCH y SCHNEIDER, *Werpapiererwerbs und Übernahmegesetz Kommentar*, Köln.
- R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES, A. SCHLEIFER, y R. W. VISHNY (1993), "Legal determinants of external finance", 53 *Journal of Finance*, p. 1131.
- (2000), "Investors protection and corporate Governance", 58 *Journal of Financial Economics*, p. 3.
- J. R. MACEY y G. P. MILLER (1990), "Good finance, bad economics: An analysis on the fraud-on-the market theory", 42 *Stan. L. Rev.*
- (1991), "The plaintiffs' attorney's role in class actions and derivative litigation: economic analysis and recommendations for reform", 58 *U. Chi. L. Rev.*
- P. MALATESTA (1992), "Takeover defences", in *The new Palgrave Dictionary of Economics*.
- F. MARÍN DE LA BÁRCENA (2005), *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, Madrid.
- MERKT (2001), "Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahme", 165 *ZHR*.
- R. MORCK, A. SCHLEIFER, R. VISHNY (1990), "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", 45 *Journal of Finance*, p. 31-48.

- N. NARAIYA (1998), "The winner's curse hypothesis and corporate takeovers", 9 *Man. Dec. Econ.*, p. 209 ss.
- F. PANTALEÓN PRIETO (1990), "Causalidad e imputación objetiva", en Asociación de Profesores de Derecho civil (editor), *Libro Centenario del Código civil*, Tomo II, Madrid.
- M^a Á. PARRA LUCÁN (2003), "Responsabilidad civil de administradores de sociedades", en F. REGLERO CAMPOS (coordinador), *Tratado de responsabilidad civil*, 2^a ed., Navarra.
- Cándido PAZ-ARES, "La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo", *InDret* 3/2003 (www.indret.com).
- A. PRITCHARD (2002), "Who cares?", 80 *Wash. U. L. Rev.*
- R. A. PRENTICE (2006), "The inevitability of a strong SEC", *Cornell L. Rev.*
- F. REGLERO CAMPOS (2003), "Los sistemas de responsabilidad civil", en F. REGLERO CAMPOS (coordinador), *Tratado de responsabilidad civil*, 2^a ed., Navarra.
- L. RÖH (2005), "Comentario al § 33 WpÜG", en W. HAARMANN y M. SCHÜPPEN, *Frankfurter Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz*, Frankfurt.
- R. ROMANO (1993), "Competition for corporate charters and the lessons of takeover statutes", 61 *Fordham L. Rev.*, p. 843 ss.
- (1998), "Empowering investors: A market approach to securities regulation", 104 *Jale L. J.*, (1998), p. 2359.
- M^a Isabel SÁEZ LACAVE (2003), "Una aproximación al derecho de las opas competidoras (a propósito de una reforma reciente)", *RDBB*, n^o 92, p. 7 ss.
- P. SALVADOR CODERCH y M^a T. CASTIÑEIRA PALOU (1998), *Prevenir y castigar*, Madrid.
- P. SALVADOR CODERCH y A. FERNÁNDEZ CRENDE (2006), "Causalidad y responsabilidad", en *InDret* 1/2006 (www.indret.com).
- F. SÁNCHEZ CALERO (2005), *Los administradores de las sociedades de capitales*, Madrid.
- S. SHAVELL (2004), *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge MA.
- C. SUNSTEIN (ed) (2002), *Behavioral Law and Economics*, Cambridge University Press.
- J. TIROLE, *The theory of corporate Finance*, p. 425-430.

F. VICENT CHULIÁ (2000), *Compendio de Derecho mercantil*, I, 1, Valencia.

R. A. WALKING y M. S. LONG (1984), "Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance", 54 *Rand. J. Econ.*

WINTER y HARBARTH (2002), "Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindliche Übernahme Angeboten nach dem WpÜG", ZIP.