

KLAUS J. HOPT

**ESTUDIOS DE DERECHO  
DE SOCIEDADES  
Y DEL MERCADO DE VALORES**

*Coordinación*

Santiago HIERRO ANIBARRO  
Catedrático acreditado de Derecho Mercantil  
Universidad de Alcalá

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES  
2010

# ÍNDICE

	Pág.
<b>PRESENTACIÓN</b> .....	29
<b>BIOGRAFÍA</b> .....	31
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	39

## **PRIMERA PARTE DERECHO DE SOCIEDADES**

### I

<b>EL GOBIERNO CORPORATIVO: ESTUDIO DE DERECHO PRIVADO COMPARADO EN DERECHO DE SOCIEDADES Y DEL MERCADO DE VALORES</b> .....	47
I. EL DERECHO DE SOCIEDADES, EL DERECHO COMPARADO Y LA ARMONIZACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA .....	48
1. El Derecho comparado de sociedades .....	48
2. La armonización del Derecho de sociedades en la Unión Europea .....	50
II. EL DERECHO EUROPEO Y ALEMÁN DEL MERCADO DE VALORES. EL EJEMPLO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN .....	50
1. Acerca del desarrollo del Derecho europeo y alemán del mercado de valores .....	50
2. Cuestiones regulatorias y ofertas públicas de adquisición .....	51
III. EL GOBIERNO CORPORATIVO: UN NUEVO CAMPO DE INVESTIGACIÓN .....	52

	Pág.
1. Sobre su concepto, cuestiones y método .....	52
2. El Plan de Acción de la Comisión Europea sobre Gobierno Corporativo: un ejemplo de cooperación entre teoría y práctica jurídica .....	54
IV. PERSPECTIVA.....	54
V. BIBLIOGRAFÍA.....	55

## II

<b>DERECHO DE SOCIEDADES COMPARADO .....</b>	<b>57</b>
I. INTRODUCCIÓN .....	57
II. EL DERECHO DE SOCIEDADES Y EL DERECHO COMPARADO: CONTACTOS TRADICIONALES Y MODERNOS.....	59
1. Algunos comentarios sobre el desarrollo del Derecho comparado moderno en varios países .....	59
a) El auge de la moderna sociedad .....	59
b) La necesidad y el desarrollo moderno del Derecho de sociedades.....	60
2. Más allá de las fronteras del Derecho de sociedades: legisladores, abogados, académicos, jueces .....	62
a) Legisladores .....	62
b) Abogados y asesores legales.....	64
c) Doctrina.....	64
d) Jurisprudencia .....	67
3. Armonización del Derecho de sociedades en la Unión Europea....	69
a) Una mirada al desarrollo del Derecho de sociedades europeo .....	69
b) Derecho europeo de grupos de sociedades y el <i>Forum Europaeum Konzernrecht</i> .....	70
c) El Plan de Acción del Derecho de Sociedades de la Comisión Europea y los trabajos preparatorios del Grupo de Expertos de Alto Nivel del Derecho de Sociedades.....	72
III. PERSPECTIVAS DEL DERECHO DE SOCIEDADES Y DERECHO COMPARADO.....	74
1. Derecho de sociedades, Derecho de los mercados de capitales y Derecho comparado.....	74
a) Los orígenes de la protección al inversor en el Derecho de sociedades norteamericano y la regulación de los valores.....	74
b) El avance global de la regulación de los valores norteamericana y su impacto en el Derecho de sociedades y de los mercados de capitales en el mundo .....	75
2. Derecho de sociedades y autorregulación: el movimiento de codificación internacional .....	78
a) Cadbury y sus seguidores en el extranjero .....	78

	Pág.
b) Los pros y los contras de la autorregulación desde una perspectiva comparada .....	79
3. Derecho de sociedades comparado y ciencias económicas .....	80
IV. PERSPECTIVAS DE INVESTIGACIONES FUTURAS .....	82
1. El núcleo del Derecho de sociedades comparado .....	82
2. Más allá del Derecho de sociedades comparado .....	84
V. BIBLIOGRAFÍA .....	86

III

<b>MODELOS DE ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN EN EUROPA. DESARROLLOS RECIENTES EN LAS ESTRUCTURAS INTERNAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN ALEMANIA, REINO UNIDO, FRANCIA E ITALIA .....</b>	<b>89</b>
I. LA VERENIGDE OOSTINDISCHE COMPAGNIE: RETOS INICIALES DEL DERECHO SOCIETARIO .....	90
II. MODELOS DE ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN EN EUROPA .....	92
1. El modelo dual en Alemania .....	93
a) El papel del consejo de vigilancia .....	94
b) Composición del órgano de administración, independencia y cogestión de los trabajadores .....	96
c) Controles internos y auditoría .....	99
2. El modelo monista en el Reino Unido .....	101
a) El papel del Consejo de Administración .....	102
b) Composición del consejo de administración, independencia y participación de terceros externos .....	104
c) Controles internos y auditoría .....	106
III. DESARROLLOS RECIENTES EN FRANCIA E ITALIA .....	107
1. Francia: La reforma NRE y la introducción de un tercer modelo de órgano de administración .....	107
2. Italia: la reforma del <i>collegio sindacale</i> y la introducción de dos nuevos modelos de órgano de administración opcionales .....	109
IV. CONVERGENCIA Y DIVERGENCIA .....	111
1. Convergencia de controles internos y <i>path dependency</i> .....	111
a) Convergencia de controles internos .....	111
b) Dependencia del contexto, especialmente estructuras accionariales y sistemas bancarios .....	112
2. Autorregulación y flexibilidad de las estructuras de los órganos de administración .....	113
a) Normas especiales para sociedades cotizadas .....	113
b) Opción entre modelos de órgano de administración .....	113
3. Estándares de independencia y participación de los trabajadores.	114

	Pág.
a) Hacia una independencia más estricta.....	114
b) Hacia un modelo más flexible de participación de los trabajadores.....	115
V. EN PERSPECTIVA: ¿EL PAPEL DE LA UNIÓN EUROPEA?.....	116
IV	
<b>¿PRINCIPIOS COMUNES DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EUROPA? REFLEXIONES SOBRE LA INFLUENCIA DE LOS MERCADOS DE VALORES EN LAS EMPRESAS Y SU REGULACIÓN Y SOBRE LA CONVERGENCIA DEL <i>COMMON LAW</i> Y EL <i>CIVIL LAW</i> EN EL DERECHO DE SOCIEDADES Y EL DERECHO DEL MERCADO DE CAPITALES</b> .....	119
I. INTRODUCCIÓN: LA CONVERGENCIA DEL <i>COMMON LAW</i> Y DEL <i>CIVIL LAW</i> EN EL ÁMBITO DEL DERECHO DE SOCIEDADES Y DEL DERECHO DEL MERCADO DE CAPITALES.....	120
II. CONVERGENCIA DETERMINADA POR EL MERCADO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS PAÍSES ANGLOSAJONES Y EN LOS PAÍSES DE LA EUROPA CONTINENTAL, CON ESPECIAL REFERENCIA A ALEMANIA.....	123
1. Gobierno corporativo interno: modelos monista y dual de administración ( <i>one-tier</i> y <i>two-tier board</i> ).....	123
2. Gobierno corporativo externo: El mercado de control societario...	126
3. Entre el gobierno corporativo interno y externo: transparencia informativa, auditoría de cuentas e intermediación financiera.....	130
III. DIFERENCIAS DETERMINADAS POR LA DEPENDENCIA DEL CONTEXTO ENTRE EL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL REINO UNIDO Y EN ALEMANIA.....	135
1. ¿Cogestión de los trabajadores <i>versus</i> shareholder value?.....	135
2. ¿Bancos universales <i>versus</i> mercados de capitales?.....	139
3. ¿Derecho de grupos <i>versus</i> derecho de separación, deberes fiduciarios y levantamiento del velo?.....	142
IV. ¿ARMONIZACIÓN JURÍDICA DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA UNIÓN EUROPEA?.....	144
1. Estado actual de la cuestión.....	144
2. Otros planes de la Comisión Europea en relación con el gobierno corporativo.....	146
3. Recapitulación y conclusiones: soberanía nacional y globalización en el comienzo del nuevo siglo.....	150
V	
<b>PROTECCIÓN Y CONFLICTOS DE INTERESES EN EL DERECHO DE SOCIEDADES ANÓNIMAS, BANCARIO Y PROFESIONAL. ACERCA DE LA DOGMÁTICA DEL MODERNO DERECHO DEL MANDATO</b> .....	153
I. LA PROTECCIÓN DE INTERESES EN LOS ÓRGANOS SOCIALES, EN LOS CONTRATOS Y EN LAS ACTIVIDADES PROFESIONALES...	156

	Pág.
1. Deber de lealtad de los miembros de los órganos sociales, especialmente del Órgano de Dirección y del consejo de vigilancia en la sociedad anónima .....	156
2. Deber de lealtad de los gestores de negocios, especialmente de comisionistas, corredores y otros prestadores de servicios.....	157
3. Deber de lealtad de los profesionales, especialmente de bancos, auditores de cuentas y abogados.....	158
4. Grupos de casos de conflicto de intereses propios y ajenos y de diversos intereses ajenos a favor o en contra .....	159
a) Protección de intereses ajenos y propios.....	160
b) Protección de intereses ajenos enfrentados .....	164
<b>II. FUENTES JURÍDICAS, DIFERENCIAS Y PUNTOS EN COMÚN EN EL DEBER DE LEALTAD DE LOS PRESTADORES DE SERVICIOS...</b>	<b>165</b>
1. Fuentes jurídicas .....	165
a) Contrato.....	165
b) Derecho legislado .....	166
c) Derecho de los profesionales.....	166
d) Códigos de conducta .....	167
2. Acuerdos y relaciones de lealtad ( <i>fiduciary relationships</i> ): deber de lealtad como contrapunto a un aumento permitido en la influencia sobre intereses ajenos .....	168
3. Interacción entre Derecho público, Derecho privado y códigos de conducta, según ejemplo de los arts. 31 y 32 WpHG y del punto 4.3 del Código Alemán de Gobierno Corporativo .....	170
4. Imputación de la responsabilidad, extensión al tercero más próximo, consecuencia del deber de lealtad .....	172
<b>III. PRINCIPIOS GENERALES DEL TRATAMIENTO JURÍDICO DE CONFLICTOS DE INTERESES .....</b>	<b>173</b>
1. Declaración incuestionable: Fundamento y alcance (según ejemplo de analistas de valores, colaboradores de proyectos, abogados y responsables de obra) .....	173
a) El principio de la declaración de conflictos de intereses .....	173
b) El alcance de la declaración de conflictos de intereses como ejemplo de la jurisprudencia sobre la responsabilidad civil derivada del folleto informativo .....	175
c) Publicación de las remuneraciones .....	177
d) Complemento a la publicación con obligaciones de registro y depósito.....	179
2. Resolución de conflictos de intereses en casos concretos o en general .....	179
a) Autocontrato .....	179
b) Exclusión del derecho a voto .....	180
c) Abstención de voto .....	180
d) Exclusión.....	181
e) Dimisión del cargo, destitución .....	181
3. Validez para todos los miembros del consejo de vigilancia, inclusive los representantes de los trabajadores.....	182

	Pág.
a) Admisión de participación pasiva en caso de huelga .....	183
b) Medidas no autorizadas (participación en huelga contraria a la legalidad, violación del deber de secreto del consejo de vigilancia, daños por la organización y el apoyo activo de huelgas) .....	183
c) La toma de medidas como obligación orgánica. Explicación según art. 161 AktG.....	185
d) Pérdida de confianza y perjuicio al sistema.....	185
4. Fundamento y límites de la prioridad del interés ajeno a defender sobre los intereses propios .....	186
5. El principio de imparcialidad en conflictos de intereses ajenos, en especial el principio de prioridad y la cuestión sobre la igualdad de trato.....	187
IV. PREVENCIÓN, SANCIONES Y SU CUMPLIMIENTO EN CONFLICTOS DE INTERESES .....	189
1. Prevención mediante obligaciones de organización como <i>chinese walls</i> y <i>screening</i> , evitando conflictos de intereses y mediante requisitos de independencia .....	189
a) Prevención mediante obligaciones de organización.....	189
b) Evitar conflictos de intereses .....	190
c) Requisitos de independencia en consejos de vigilancia ( <i>independent directors</i> ) y auditores de cuentas .....	190
2. Invalidez de voto o del acuerdo adoptado .....	191
3. Responsabilidad por daños y perjuicios .....	191
4. Pérdida del derecho a la remuneración según el art. 654 BGB.....	192
5. Responsabilidad por los beneficios obtenidos en caso de incumplimiento del deber de lealtad .....	193
6. Sanciones de Derecho público y Derecho penal, especialmente por incumplimiento del deber de lealtad, así como de la prohibición de realizar actividades negociales.....	194
V. RESUMEN .....	195
VI	
<b>LA SOCIEDAD PRIVADA EUROPEA.....</b>	<b>199</b>
VII	
<b>DERECHO EUROPEO DE SOCIEDADES Y BUEN GOBIERNO: ¿HACIA DÓNDE SE DIRIGE EL PLAN DE ACCIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA?</b>	<b>203</b>
I. INTRODUCCIÓN .....	203
II. EL PLAN DE ACCIÓN PARA EL DERECHO DE SOCIEDADES DE 2003: PONIENDO LAS BASES .....	205
1. El Plan de Acción para el Derecho de sociedades de 21 de mayo de 2003: su historia y orígenes, en particular el Informe del Grupo de Alto Nivel de 4 de noviembre de 2002.....	205
2. El Plan de Acción para el Derecho de sociedades y su conexión con el Derecho del mercado de capital, la auditoría y la regulación de opas .....	207

	Pág.
3. El impacto del Plan de Acción para el Derecho de sociedades en Bruselas y en los Estados miembros.....	209
III. VISTA GENERAL DE LA LISTA DE ACCIONES PLANEADAS: ALGUNOS ASUNTOS MÁS ALLÁ DEL BUEN GOBIERNO.....	210
1. Mantenimiento del capital (corto, medio y largo plazo) .....	210
2. Grupos de sociedades (corto y medio plazo), grupos piramidales (medio plazo).....	212
3. Reestructuraciones (corto y medio plazo).....	213
4. La sociedad privada europea (corto y medio plazo) .....	213
5. Tipos legales de la EU (corto y medio plazo).....	213
6. Transparencia de las formas legales nacionales (medio plazo).....	214
IV. EL BUEN GOBIERNO, EN PARTICULAR.....	214
1. Mejor <i>disclosure</i> en el informe anual sobre Buen Gobierno .....	214
2. Ayudando a los accionistas a ejercer sus derechos .....	215
3. Promoción del papel de los administradores independientes no ejecutivos o supervisores .....	215
4. Remuneración de los administradores .....	217
5. Responsabilidad de los miembros del órgano de administración por afirmaciones financieras .....	220
6. Inversores institucionales, elección entre el sistema monista y el sistema dual y más democracia para los accionistas.....	221
V. VISIÓN GENERAL.....	223

VIII

<b>DERECHO DE GRUPOS DE SOCIEDADES: LA PERSPECTIVA EUROPEA .....</b>	<b>227</b>
I. CUESTIONES BÁSICAS.....	228
1. Los cuatro estadios de desarrollo del Derecho europeo de sociedades y de grupos .....	228
2. El <i>statu quo</i> : el Derecho de grupos propio de ciertas formas jurídicas, sectores específicos y de supervisión contable (SE, Banco y compañías de seguros, normas internacionales de contabilidad y directiva sobre auditoría) .....	232
3. Armonización del Derecho de grupos con el trasfondo de la discusión económica internacional: las tesis de la competencia de ordenamientos jurídicos, de la convergencia del Derecho de sociedades, de las diferencias entre sistemas y de la relevancia principal de la realización del Derecho .....	236
II. DERECHO EUROPEO DE GRUPOS DE SOCIEDADES EN SENTIDO ESTRICTO: <i>FORUM EUROPAEUM</i> «DERECHO DE GRUPOS», PLAN DE ACCIÓN, RECEPCIÓN Y ÚLTIMOS DESARROLLOS.....	240
1. Publicidad de los grupos.....	241
2. Supervisión específica sobre el conjunto del grupo .....	243
3. Reglas sobre la estructura del grupo: declaración de grupo, <i>one share one vote</i> , prohibición de cotizar en Bolsa a las pirámides empresariales abusivas .....	245

	Pág.
4. Gestión ordenada del grupo .....	248
5. Obligaciones de los directivos en situación de crisis .....	251
6. Derecho de grupo y mercado de capitales (ingreso en y salida del grupo) .....	256
III. DERECHO EUROPEO DE GRUPOS DE SOCIEDADES EN SENTIDO AMPLIO: PANORAMA DE LOS TRES ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN.....	258
1. Modelo del mercado de capitales: grupo y oferta pública de adquisición, grupo y Derecho del mercado de capitales, grupo y Derecho de supervisión del mercado de capitales .....	258
2. Modelo de responsabilidad: <i>Corporate Governance</i> y responsabilidad orgánica en el grupo, levantamiento del velo en el grupo, supervisión específica sobre el conjunto del grupo.....	261
3. ¿Derecho privado europeo relativo al grupo?.....	263
IV. RESUMEN EN TESIS .....	263
1. Cuestiones básicas .....	263
2. Derecho europeo de grupos de sociedades en sentido estricto: <i>Forum Europaeum</i> «Derecho de grupos», Plan de Acción, recepción y últimos desarrollos.....	264
3. Derecho europeo de grupos de sociedades en sentido amplio: panorama de los tres escenarios de evolución .....	265

## IX

<b>LA MODERNIZACIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES: PERSPECTIVAS TRANSATLÁNTICAS .....</b>	<b>267</b>
I. INTRODUCCIÓN: DERECHO DE SOCIEDADES, MODERNIZACIÓN, PERSPECTIVAS TRANSATLÁNTICAS Y COMPETENCIA GLOBAL..	267
II. DEBER DE INFORMACIÓN Y TRANSPARENCIA.....	272
1. El aumento del deber de información en el Derecho de sociedades y del mercado de valores desde una perspectiva transatlántica.....	272
2. Los pros de la información contable como un recurso en la regulación europea pese a los problemas prácticos .....	273
III. DIFERENTES PROBLEMAS ENTRE PRINCIPAL Y AGENTE.....	274
1. Accionistas <i>versus</i> directivos: problemas en la Junta .....	274
2. Minorías <i>versus</i> mayorías: Derechos de los accionistas y protección de las minorías .....	276
3. Accionistas <i>versus</i> otros sujetos de decisión: el caso de la cogestión laboral .....	279
IV. ADMINISTRADORES INDEPENDIENTES, TRANSACCIONES ENTRE PARTES VINCULADAS Y CONFLICTOS DE INTERESES.....	280
1. Administradores independientes en el Derecho americano y europeo: el peligro de los trasplantes .....	280
2. Transacciones entre partes vinculadas y conflictos de intereses, en particular el uso de información privilegiada y la retribución de administradores .....	282

	Pág.
V. NORMAS DEL MERCADO, <i>SOFT LAW</i> , SANCIONES Y APLICACIÓN.....	284
1. Normas de mercado y de exclusión del mercado.....	284
2. <i>Soft Law</i> en Derecho de sociedades .....	287
3. Responsabilidad civil y penal de los administradores .....	288
4. Derecho público y privado y el papel de intermediarios y supervisores .....	290
VI. CONCLUSIÓN.....	292

X

<b>EXPECTATIVAS EN TORNO AL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS Y EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO. OBSERVACIONES DESDE LA PERSPECTIVA ALEMANA Y EUROPEA ....</b>	<b>295</b>
I. REFLEXIONES PRELIMINARES SOBRE EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN, EL CONSEJO DE VIGILANCIA Y LA LIBERTAD DE LA ELECCIÓN ENTRE AMBOS SISTEMAS.....	296
1. Reflexiones preliminares sobre los sistemas monistas y dualistas del órgano de administración.....	296
2. En torno a la libertad de la elección de las sociedades entre ambos sistemas y a la autonomía de la voluntad .....	298
II. COMPETENCIAS Y RESPONSABILIDADES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y DEL CONSEJO DE VIGILANCIA EN LAS SOCIEDADES Y EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.....	301
1. Distribución de competencias en Suiza.....	301
2. Distribución de competencias en Alemania .....	301
III. CONSEJEROS INDEPENDIENTES EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN, EN EL CONSEJO DE VIGILANCIA Y EN LAS COMISIONES EJECUTIVAS.....	303
1. La situación legal en Suiza y en Alemania .....	303
2. La Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005, su recepción en los Estados miembros y los problemas especiales en las sociedades con bloques de accionariado o con sistemas de cogestión en el consejo de administración o en el consejo de vigilancia.....	305
IV. CONFLICTOS DE INTERESES EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y EN EL CONSEJO DE VIGILANCIA.....	308
1. Conflictos de intereses de las entidades de crédito en los supuestos de tomas de control hostiles .....	308
2. Posibles vías de solución de estos conflictos de intereses.....	309
V. REMUNERACIÓN DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y DEL CONSEJO DE VIGILANCIA.....	311
1. Solución del problema en Suiza y en Alemania (breves notas en torno al caso Mannesmann/Vodafone, la comunicación individual, las cuantías máximas de las indemnizaciones, y la remuneración del órgano del control en función del éxito o del rendimiento) .....	311

	Pág.
2. La Recomendación de la Comisión Europea de 14 de diciembre de 2004 y su recepción en los Estados miembros.....	317
<b>VI. RESPONSABILIDAD DE LOS MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y DEL CONSEJO DE VIGILANCIA EN RELACIÓN CON LAS INFORMACIONES FINANCIERAS.....</b>	<b>318</b>
1. Agenda europea y la discusión alemana de la reforma en torno a una Ley sobre responsabilidad por las informaciones en los mercados de capitales.....	318
2. Responsabilidad , seguros <i>D &amp; O</i> , y franquicia.....	320

## **SEGUNDA PARTE DERECHO DEL MERCADO DE VALORES**

### XI

<b>EVOLUCIÓN DEL DERECHO BURSÁTIL .....</b>	<b>325</b>
<b>I. BASES.....</b>	<b>326</b>
1. Concepto de la Bolsa.....	326
2. Concepto del Derecho bursátil .....	327
<b>II. HISTORIA DEL DERECHO BURSÁTIL .....</b>	<b>328</b>
1. Edad Media y temprana Edad Moderna.....	328
a) Sitios de comercio .....	328
b) Objetos de comercio .....	329
c) Reglas de comercio.....	330
2. Absolutismo y mercantilismo.....	331
a) Escándalos bursátiles internacionales .....	331
b) Restricciones estatales .....	332
c) Desarrollo alemán.....	333
3. Industrialización y fundación del reino.....	334
a) Derecho bursátil.....	334
b) Derecho de mercado de capitales .....	337
c) Derecho de sociedades anónimas .....	337
4. Ley de la bolsa .....	339
a) Versión original.....	339
b) Desarrollo legislativo .....	340
c) Modificaciones más importantes .....	341
<b>III. RETOS ACTUALES .....</b>	<b>343</b>
1. Fragmentación .....	343
2. Orientación a los beneficios.....	344
3. Internacionalización .....	345
<b>IV. PREVISIÓN .....</b>	<b>346</b>

XII

<b>RESPONSABILIDAD CIVIL DE LOS FOLLETOS DE EMISIÓN Y DE LA INFORMACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES: DERECHO Y REFORMA EN LA UNIÓN EUROPEA, SUIZA Y ESTADOS UNIDOS .....</b>	<b>349</b>
I. PUNTOS EN COMÚN Y DIFERENCIAS EN CUANTO A LA RESPONSABILIDAD DE LOS FOLLETOS DE EMISIÓN Y DE LA INFORMACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA, SUIZA Y ESTADOS UNIDOS .....	350
II. PROBLEMAS Y POSIBILIDADES DE UNA ARMONIZACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD DE LOS FOLLETOS DE EMISIÓN E INFORMACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA .....	352
1. Finalidad de protección de la obligación de información en los mercados primario y secundario .....	352
2. Convergencia del mercado primario y secundario .....	353
3. La noción de información falsa.....	353
4. Mantenimiento del capital y protección del inversor .....	354
5. Implantación de una responsabilidad de expertos .....	355
6. Responsabilidad externa de ámbito específico de los órganos miembros responsables .....	355
7. Escala de culpabilidad .....	356
8. Daños .....	356
9. Causalidad y carga de la prueba.....	357

XIII

<b>ADQUISICIONES, MANTENIMIENTO DEL SECRETO Y CONFLICTOS DE INTERESES: PROBLEMAS PARA LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN, LOS CONSEJOS DE VIGILANCIA Y LOS BANCOS.....</b>	<b>359</b>
I. MANTENIMIENTO DEL SECRETO Y PUBLICIDAD DE LAS OFERTAS DE ADQUISICIÓN.....	361
1. Mantenimiento del secreto de las ofertas de adquisición.....	361
a) Obligación de mantenimiento del secreto conforme a la regulación sobre adquisiciones .....	361
b) Obligaciones de secreto conforme a la regulación de sociedades, contratos de servicios e información privilegiada .....	362
2. Publicidad inmediata de los planes de adquisición .....	364
a) Participación de los asesores, bancos y cooferentes.....	364
b) Los planes de adquisición sin el consentimiento del consejo de vigilancia .....	366
c) Obligaciones de publicidad de los oferentes y de la sociedad objeto de la oferta: Determinación de los ámbitos de responsabilidad en general por los rumores .....	370
d) La publicidad <i>ad hoc</i> en un grupo o consorcio.....	372
3. La obligación de publicidad de las participaciones: función de defensa y regulación de la información privilegiada .....	374

	Pág.
4. Problemas sobre el contenido y la responsabilidad por el documento de la oferta del oferente y por la postura del consejo de administración y del consejo de vigilancia de la sociedad objeto de la oferta.....	375
a) El documento de la oferta .....	376
b) Toma de posición del consejo de administración y del consejo de vigilancia de la sociedad objeto de la oferta .....	378
5. Caballero blanco, informaciones privilegiadas y <i>due diligence</i> .....	379
II. CONFLICTOS DE INTERESES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN, DEL CONSEJO DE VIGILANCIA Y DE LOS BANCOS POR LAS OFERTAS DE ADQUISICIÓN .....	382
1. Responsabilidad del consejo de administración por la defensa de los intereses de los accionistas .....	382
2. Conflictos de intereses del consejo de administración de la sociedad objeto de la oferta respecto de la Oferta de Adquisición especialmente los incentivos prometidos (inducement fees) y la publicación de su postura.....	384
3. Conflictos de intereses del consejo de vigilancia y de los bancos ante y durante las ofertas de adquisición .....	387
4. Modelos de solución de conflictos: Prevención o resolución de los conflictos de intereses .....	390
a) Prevención de los conflictos de intereses: Murallas chinas, incompatibilidades generales y específicas .....	390
b) La resolución de los conflictos de intereses: Abstención, exclusión del asesoramiento, dimisión del cargo y revocación del encargo.....	392
5. Competencia para hallar las soluciones de los conflictos: regulación legal y judicial <i>versus</i> autorregulación y decisión de la Comisión. Diferencias en la historia, <i>Corporate Governance</i> y cultura financiera entre Alemania e Inglaterra .....	394
III. CONCLUSIÓN .....	395

## XIV

**LOS DEBERES DE CONDUCTA DE LA DIRECCIÓN DE LA SOCIEDAD DESTINATARIA DE UNA OPA HOSTIL. SOBRE EL MARCO JURÍDICO EN EL DERECHO DE SOCIEDADES Y EN LA NORMATIVA DE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN ALEMANIA Y EN EUROPA.....** 399

I. LA DECISIÓN FUNDAMENTAL: DEBER DE NEUTRALIDAD O <i>BUSINESS JUDGMENT</i> DE LA DIRECCIÓN DE LA SOCIEDAD DESTINATARIA EN LAS OPAS HOSTILES .....	400
1. El deber de neutralidad en la Decimotercera Directiva y en la Ley alemana de ofertas públicas de adquisición.....	400
a) El problema.....	400
b) La Decimotercera Directiva .....	401
c) La Ley alemana de ofertas públicas de adquisición .....	404

	Pág.
2. Las experiencias del Derecho comparado (Reino Unido, Estados Unidos y otros países).....	405
a) Reino Unido .....	405
b) Estados Unidos .....	408
c) Otros países .....	409
3. El deber de neutralidad en la teoría económica .....	411
4. Un deber de neutralidad limitado derivado de los pars. 76 y 93 AktG y su especial tipificación en la Decimotercera Directiva y/o en la Ley alemana de ofertas públicas de adquisición.....	412
a) La existencia de un deber de neutralidad limitado de <i>lege lata</i> derivado de los pars. 76 y 93 AktG.....	412
b) Tipificación del deber de neutralidad en la Decimotercera Directiva y/o en la Ley alemana de ofertas públicas de adquisición .....	414
<b>II. DEBERES DE CONDUCTA DE LA DIRECCIÓN DE LA SOCIEDAD DESTINATARIA DE UNA OPA HOSTIL <i>DE LEGE LATA</i>.....</b>	<b>415</b>
1. Deberes procedimentales de conducta de la Dirección (con excepción de las tácticas defensivas frente a la opa).....	415
a) Deber de analizar, negociar y, en determinados casos, rechazar la oferta .....	415
b) Deber de elaborar y presentar a los accionistas un informe motivado .....	416
c) Publicidad.....	419
d) Búsqueda de una oferta alternativa o «caballero blanco», incluido el <i>due diligence</i> y el <i>merger of equals</i> .....	419
2. Estrategias defensivas posteriores a la oferta de adquisición ( <i>post bid</i> ): medidas prohibidas y medidas excepcionalmente lícitas .....	422
a) Medidas defensivas tras la formulación de una opa hostil, condicionadas a la autorización de la junta general ( <i>poison pills, crown jewels, green mail, control clauses, golden parachutes, scorched earth, antitrust defense, pac man</i> , capital autorizado, recompra de acciones propias).....	422
b) El derecho y deber de la Dirección de defensa frente a infracciones legales y riesgos para la empresa en el mercado.....	428
3. Otros deberes de conducta .....	429
a) Deberes derivados del Derecho de sociedades anónimas (deber de secreto, principio de igualdad de trato de los accionistas) .....	429
b) Deberes derivados del Derecho del mercado de valores (prohibición de operaciones con información privilegiada, publicidad <i>ad hoc</i> y prohibición de manipulación de mercado).....	430
c) Deberes frente a los trabajadores.....	433
4. Responsabilidad y aspectos procesales.....	433
<b>III. DEBERES DE CONDUCTA DE LA DIRECCIÓN DE LA SOCIEDAD DESTINATARIA PREVIOS Y POSTERIORES AL ÉXITO DE LA OPA.</b>	<b>435</b>

	Pág.
1. Deberes de conducta previos a una opa hostil .....	435
2. Deberes de conducta tras el éxito de una opa hostil .....	436
XV	
<b>OBSTÁCULOS A LA REESTRUCTURACIÓN DE EMPRESAS. OBSERVACIONES DESDE LAS PERSPECTIVAS EUROPEA Y ALEMANA .....</b>	437
I. INTRODUCCIÓN .....	438
II. LA ALECCIONADORA EXPERIENCIA DE TRANSPOSICIÓN DE LA DECIMOTERCERA DIRECTIVA .....	440
1. Principios básicos de la Decimotercera Directiva sobre opas .....	440
2. La transposición de la Decimotercera Directiva en los Estados miembros .....	442
III. MIEDO POPULAR A LA GLOBALIZACIÓN Y TENDENCIA HACIA POLÍTICAS PROTECCIONISTAS EN LO QUE RESPECTA A OPAS E INVERSIONES EXTRANJERAS: EL EJEMPLO ALEMÁN .....	444
1. El debate entre los Estados miembros sobre inversiones extranjeras «inoportunas» y potencialmente peligrosas .....	444
2. La Ley alemana de Limitación de Riesgo, de julio de 2008 y reforma pendiente de la Ley alemana de Inversión Extranjera .....	447
IV. EL DEBATE «UNA ACCIÓN/UN VOTO» Y LAS RECOMENDACIONES DEL GRUPO DE TRABAJO DEL FORO EUROPEO SOBRE LA GOBERNANZA EMPRESARIAL SOBRE PROPORCIONALIDAD, DE JUNIO DE 2007 .....	453
1. El debate «una acción/un voto» y la respuesta del Comisario McCREEVY .....	453
2. Mecanismos de refuerzo del control ( <i>control enhancing mechanisms</i> ), rechazo a la regla de «una acción/un voto» ( <i>one share/one vote</i> ) y necesidad de más investigaciones sobre estas cuestiones... ..	454
3. Hacia un sistema de transparencia reforzada en relación con los mecanismos que refuerzan el poder de control corporativo .....	455
4. Áreas especialmente problemáticas sobre las que es precisa mayor información y un análisis más profundo .....	456
V. CONCLUSIONES .....	456
XVI	
<b>PROBLEMÁTICA DE LA PUBLICIDAD DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y AD HOC .....</b>	459
I. CREACIÓN Y FUNCIÓN DE LOS §§ 12 Y SIGUIENTES DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES —WpHG— .....	460
1. La problemática de la regulación de la información privilegiada y su significado para las entidades de crédito .....	460
2. La creación de los §§ 12 y siguientes WpHG y su relación con el Derecho europeo .....	461
3. La función de los §§ 12 y siguientes WpHG .....	463

	Pág.
4. El manual de emisores publicado por el Organismo Alemán de Supervisión de los Mercados Financieros —BaFin— el 15 de julio de 2007.....	464
5. Aplicación internacional.....	464
<b>II. DOGMÁTICA DE LOS §§ 12 Y SIGUIENTES DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES —WpHG—.....</b>	<b>464</b>
1. Valores con información privilegiada (§ 12 WpHG).....	465
a) Instrumentos financieros (§ 12, primera frase, WpHG).....	465
b) Instrumentos financieros en la Bolsa y en el mercado OTC (§ 12, primera frase, WpHG).....	466
c) Instrumentos financieros europeos en un mercado organizado (§ 12, primera frase, WpHG).....	466
d) Instrumentos financieros sin admisión a cotización (§ 12, primera frase, WpHG).....	466
e) Comercio mediante comparecencia (§ 12, segunda frase, WpHG).....	467
2. Información privilegiada (§ 13 WpHG).....	467
a) Información privilegiada según el § 13, apartado 1, WpHG... ..	467
b) Información específica sobre circunstancias (§ 13, ap. 1, frases 1 y 3, WpHG).....	468
c) En particular, procesos decisorios de varias etapas.....	469
d) Rumores.....	470
e) No de conocimiento público.....	471
f) Concerniente a uno o varios emisores o a los propios instrumentos financieros.....	472
g) Idoneidad para influir significativamente en el valor de cotización (§ 13, ap. 1, frases 1 y 2, WpHG).....	472
h) Ejemplos de información privilegiada (§ 13, ap. 1, frases 1 y 2, WpHG).....	474
i) Ausencia de información privilegiada según el § 13, apartado 2, WpHG.....	475
3. Prohibición de negocios realizados con información privilegiada (§ 14, WpHG).....	476
a) Prohibición de negocios de adquisición o venta de valores con información privilegiada utilizando información privilegiada.....	476
b) En particular, la realización de las garantías por el prestamista.....	478
c) Adquisición de paquete después de un proceso de auditoría legal.....	478
d) Adquisición de negocio, tomas de control, oferta pública de adquisición.....	480
e) Programas de recompra y medidas de estabilización (§ 14, ap. 2, WpHG).....	483
f) Ejecución de órdenes de clientes.....	484
g) Actividad como agente de cambio, agente independiente y «Market Maker».....	485

	Pág.
h) Prohibición de comunicación de información privilegiada o acceso a ésta (§ 14, ap. 1, núm. 2, WpHG).....	485
i) Prohibición de recomendación y de «conducir a un razonamiento equivocado» (§ 14, ap. 1, núm. 3, WpHG) .....	489
4. <i>Insider</i> (§ 38, aps. 1 y 2, WpHG).....	489
a) Todo aquél que adquiere o enajena un valor con información privilegiada vulnerando el § 14, apartado 1, núm. 1, WpHG (§ 38, ap. 1, núm. 1, WpHG).....	489
b) Miembro de un órgano y socio responsable personalmente (§ 38, ap. 1, núm. 2a, WpHG) .....	490
c) Partícipes (§ 38, ap. 1, núm. 2b, WpHG).....	490
d) <i>Insider</i> con motivo de la profesión, la actividad o la tarea (§ 38, ap. 1, núm. 2c, WpHG).....	491
e) Comisión o preparación de un delito (§ 38, ap. 1, núm. 2d, WpHG).....	494
f) Cualquier otro propietario de información privilegiada ( <i>Insider</i> secundario, § 39, ap. 2, núms. 3 y 4, WpHG) .....	494
5. Publicidad <i>ad hoc</i> (§ 15 WpHG).....	495
a) Funciones de la publicidad <i>ad hoc</i> y relación con otras reglas de transparencia .....	495
b) Diferencias en el derecho sobre información privilegiada.....	495
c) Los elementos típicos individuales y problemas principales escogidos .....	497
d) Revelación por iniciativa propia del emisor (§ 15, ap. 3, WpHG) .....	501
e) Procesos y sanciones.....	504
III. SANCIONES Y EJECUCIÓN.....	505
1. Penas y multas según los §§ 38 y 39 WpHG .....	505
2. Sanciones civiles y de otro tipo .....	507
a) Obligación de indemnización .....	507
b) Otras sanciones.....	509
3. Obligaciones de publicación e información y llevanza de un registro de información privilegiada (§§ 15a y 15b WpHG).....	509
4. Cumplimiento interno en la sociedad ( <i>Compliance and Organisation</i> ).....	509
IV. ALCANCE DEL DERECHO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA ALEMÁN AL MARGEN DE LOS §§ 12 Y SIGUIENTES DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES —WPHG—.....	510
1. Consejo de administración, consejo de vigilancia, accionistas .....	510
a) Miembros del consejo de administración .....	510
b) Miembros del consejo de vigilancia .....	510
c) Accionistas.....	510
d) Otros socios.....	511
2. Auditores.....	511
a) Auditores contables .....	511

	Pág.
b) Otros auditores .....	511
c) Auxiliares de auditores .....	512
3. Entidades de crédito .....	512
a) Negocios propios de los bancos y recomendaciones a clientes preferentes.....	512
b) Colaboración del banco en la edición de un folleto .....	512
c) Asesoramiento en materia de inversión por los bancos .....	512
d) Operaciones con información privilegiada ajenas al mercado de valores .....	514
4. Empleados .....	514
a) Cláusulas expresas en el contrato de trabajo .....	514
b) Deber accesorio de derechos laborales de abstención de realizar operaciones con información privilegiada .....	514
5. Uso público.....	515
V. BIBLIOGRAFÍA.....	515

XVII

<b>EL CONTRATO ENTRE LA ENTIDAD BANCARIA Y SUS CLIENTES.....</b>	<b>523</b>
I. EL CONTRATO ENTRE LA ENTIDAD BANCARIA Y SUS CLIENTES: UN TÍPICO CONTRATO MARCO O BASE .....	523
1. La relación contractual entre la entidad bancaria y los clientes en la praxis bancaria.....	523
2. El contrato bancario como contrato marco o base, según la doctrina y la jurisprudencia, con especial referencia a la Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de septiembre de 2002.....	524
3. El contrato base o contrato marco como figura del Derecho civil general .....	526
4. Crítica a la sentencia del «Bundesgerichtshof» de 24 de septiembre de 2002 .....	526
II. EL CONTENIDO TÍPICO DEL CONTRATO BANCARIO EN TANTO QUE CONTRATO BASE O MARCO .....	528
1. El contrato marco en el sentido del art. 305, párrafo 3 BGB para condiciones generales de contratación .....	528
2. Tratamiento de la relación comercial como relación de confianza.	529
3. Deberes generales de protección y actuación del banco.....	529
4. Deber del banco de no rechazar arbitrariamente al cliente de los servicios bancarios en caso de existir una relación comercial .....	530
5. Deber de no discriminación del banco con respecto a transacciones «neutrales» .....	531
6. Deberes generales de actuación del cliente .....	532
7. Tipo de contrato .....	532
III. RELACIÓN ENTRE EL CONTRATO BANCARIO Y LAS TRANSACCIONES BANCARIAS AISLADAS.....	532
1. La celebración del contrato bancario .....	532

	Pág.
2. La independencia entre la validez del contrato bancario y las transacciones bancarias aisladas .....	533
3. Contenido del contrato y de las transacciones bancarias aisladas.	533
4. Incumplimientos contractuales.....	534
5. Resolución del contrato .....	534

## XVIII

<b>EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS BANCOS. REFLEXIONES SOBRE LOS PRINCIPIOS DEL COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA .....</b>	<b>535</b>
<b>I. EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES Y DE LOS BANCOS.....</b>	<b>536</b>
1. Peculiaridades del buen gobierno corporativo de los bancos .....	536
2. Reglas para el buen gobierno corporativo interno de los bancos. La enmienda 7 de la Ley de entidades de crédito (KWG) de 17 de noviembre de 2006 (Basilea II), la Ley de transposición de la directiva sobre mercados de instrumentos financieros (FRUG) de 16 de julio de 2007 (MIFID-Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros), y los requerimientos para la gestión del riesgo del BAFIN (autoridad federal de supervisión financiera) .....	538
<b>II. LOS PRINCIPIOS DEL COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA DEL AÑO 2006 PARA EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO INTERNO .....</b>	<b>541</b>
1. Carácter jurídico, contenido y alcance de los principios.....	541
2. Ocho principios del buen gobierno corporativo de los bancos .....	543
3. Seis recomendaciones para la supervisión bancaria .....	544
4. Por un mejor entorno para el buen gobierno corporativo de los bancos .....	545
<b>III. COMPARACIÓN DE ALGUNOS ÁMBITOS PROBLEMÁTICOS DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS Y EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS BANCOS ...</b>	<b>546</b>
1. Protección del inversor y protección funcional o institucional; protección de los depositantes y protección de la supervisión bancaria .....	546
2. Destinatarios (consejo de administración, junta directiva, consejo de vigilancia y otros).....	547
3. Exigencias a la junta de dirección y al consejo de vigilancia o en su caso al consejo de administración (entre otras, aptitud, independencia, organización interna) .....	549
4. Retribución y conflictos de intereses .....	552
5. Estrategia empresarial y cumplimiento.....	553
6. La gestión de riesgos y el control de riesgos.....	554
7. El buen gobierno corporativo de los grupos .....	555
<b>IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES .....</b>	<b>557</b>

	Pág.
ANEXO. Comité de supervisión bancaria de Basilea, mejora del buen gobierno corporativo de las organizaciones bancarias, febrero 2006; banco de pagos internacionales .....	558

XIX

<b>CLÁUSULAS DE CAMBIO ADVERSO SUSTANCIAL (MATERIAL ADVERSE CHANGE «MAC») EN EL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES Y DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES COTIZADAS .....</b>	<b>561</b>
---	------------

I. TIPOS DE CLÁUSULAS MAC EN EL DERECHO FINANCIERO Y DE ADQUISICIONES DE ACCIONES COTIZADAS .....	562
1. Los intereses implicados.....	562
a) Contratos de compraventa de empresa y contratos de financiación .....	562
b) Ofertas de adquisición de acciones cotizadas.....	563
2. Las cláusulas MAC en los contratos de compraventa de empresas y financiación .....	565
a) Difusión en la práctica .....	565
b) Estructura .....	565
3. Tipos de cláusulas MAC en las ofertas de adquisición, especialmente cláusulas MAC societarias y económicas .....	567
a) Intento de diferenciación .....	567
b) Cláusulas MAC sobre la sociedad destinataria ( <i>target</i> ) .....	568
c) Cláusulas MAC económicas (mercado) .....	568
d) Cláusulas MAC del oferente .....	569
4. Diferencias entre las cláusulas MAC en el Derecho financiero y de adquisición de valores negociables .....	569
a) Situación de intereses más compleja en las ofertas de adquisición .....	569
b) Menor ámbito para la autonomía de la voluntad en las cláusulas MAC en las ofertas de adquisición .....	570
c) Distintas consecuencias de las cláusulas MAC en las ofertas de adquisición .....	570
II. PROBLEMAS SELECCIONADOS DE LAS CLÁUSULAS MAC .....	571
1. El tratamiento de las condiciones en los contratos de compraventa de empresas y de financiación y en las ofertas de adquisición (§ 18, apartados 1 y 2 WpÜG).....	571
a) Condiciones en los contratos de compraventa de empresas y de financiación.....	571
b) Condiciones en las ofertas de adquisición de acciones cotizadas (§ 18, apartados 1 y 2 WpÜG) .....	572
2. Algunos principios de las condiciones en las ofertas de adquisición, especialmente la imposibilidad de discrecionalidad del oferente, cambio sustancial negativo, principios de determinación y claridad .....	573

	Pág.
a) Imposibilidad de discrecionalidad del oferente y de las personas de las que responde.....	573
b) Cambios adversos relevantes ( <i>material adverse change</i> ).....	576
c) El principio de determinación, obligaciones de comunicación de hechos relevantes y el establecimiento del acaecimiento de la condición a través de un tercero independiente .....	577
d) Principio de claridad (§ 11, apartado 1, inciso 4 WpÜG).....	579
e) Limitaciones a la aplicación de la cláusula MAC. Renuncia...	579
3. Último momento relevante.....	579
III. FORMAS CONCRETAS DE CLÁUSULAS MAC Y SU ADMISIBILIDAD EN EL DERECHO DE ADQUISICIONES DE ACCIONES COTIZADAS .....	581
1. Cláusulas MAC societarias, casuística .....	581
2. Cláusulas MAC económicas, casuística .....	583
IV. CONCLUSIONES Y TESIS .....	584

## XX

<b>LA AUTORREGULACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO Y FINANCIERO. PRÁCTICA Y TEORÍA EN ALEMANIA .....</b>	<b>587</b>
I. INTRODUCCIÓN: « <i>DÉONTOLOGIE</i> », AUTORREGULACIÓN Y FENÓMENOS RELACIONADOS EN ALEMANIA Y EN OTROS PAÍSES .....	588
1. <i>Déontologie</i> y autorregulación .....	588
2. Fenómenos relacionados .....	590
II. LA AUTORREGULACIÓN EN EL SISTEMA BANCARIO Y FINANCIERO ALEMÁN: UNA PRIMERA APROXIMACIÓN .....	592
1. La autorregulación en el Derecho del mercado de valores.....	592
a) La tradicional autorregulación bursátil .....	592
b) Problemas de federalismo, competencia y supervisión .....	593
2. La autorregulación en el Derecho del mercado de capitales.....	594
a) La Guía de recomendaciones sobre el uso de información privilegiada de 1988 y la Ley alemana del mercado de valores de 1994 .....	594
b) El artículo 11 de la Directiva de servicios de inversión, su trasposición al Derecho alemán y su cumplimiento .....	595
3. La autorregulación en Derecho Bancario.....	598
a) Ejemplos de autorregulación y persuasión moral o ética en la competencia entre entidades de crédito, el seguro de garantía de depósitos y la consolidación contable .....	598
b) El defensor del cliente de la Banca privada .....	599
4. El Código alemán de opas de 1998: el último ejemplo de autorregulación .....	600
a) Alcance y contenido del Código alemán de opas .....	600
b) Problemas y futuro del Código .....	601

	Pág.
III. TEORÍA Y PROBLEMAS JURÍDICOS DE LA AUTORREGULACIÓN.	602
1. La teoría económica y jurídica de la autorregulación .....	602
a) Las ventajas de la autorregulación .....	602
b) Los riesgos de la autorregulación .....	603
2. El carácter vinculante de las medidas de autorregulación.....	604
a) La obligatoriedad por vía contractual o asociativa .....	604
b) La obligatoriedad por vía legal .....	605
3. Obligatoriedad, supervisión y revisión judicial de las normas de autorregulación .....	605
a) Imperatividad por autoimposición y supervisión. La necesidad de alcanzar un sistema regulatorio mixto .....	605
b) La revisión judicial de la autorregulación.....	606
4. Transparencia y protección de terceros .....	607
a) La transparencia en la formulación y aplicación de la autorregulación .....	607
b) Las reclamaciones de terceros.....	608
IV. CONCLUSIÓN .....	609
<b>PUBLICACIONES</b> .....	<b>611</b>
I. MONOGRAFÍAS, MANUALES, COMENTARIOS Y LIBROS EN COORDINACIÓN .....	611
II. ARTÍCULOS EN REVISTAS, OTRAS PUBLICACIONES PERIÓDICAS Y CAPÍTULOS EN LIBROS COLECTIVOS.....	619
III. COMENTARIOS DE JURISPRUDENCIA.....	643
IV. DICTÁMENES, APUNTES, INFORMES Y EDITORIALES .....	644
V. ARTÍCULOS EN PRENSA .....	649
VI. RECENSIONES .....	652
VII. PARTICIPACIÓN EN EL CONSEJO EDITORIAL DE REVISTAS, PUBLICACIONES PERIÓDICAS Y COLECCIONES EDITORIALES.	654

## PRESENTACIÓN

El profesor Klaus J. HOPT no necesita presentación al público español. Se trata de uno de los grandes mercantilistas europeos de nuestro tiempo, cuyos artículos ya han sido traducidos y publicados en revistas nacionales por miembros de esa generación de juristas españoles que bajo su magisterio hemos realizado distintas estancias de investigación en Alemania.

Mi primer contacto con el profesor Klaus J. HOPT se remonta a 1994, cuando me cursó una amable invitación para realizar una estancia de investigación en la Universidad de Múnich a comienzos de mi andadura profesional en fecha ya tan lejana para mí como lo es la novena década del siglo xx. En esa época el profesor HOPT tenía encomendada la dirección del Departamento de Derecho Europeo e Internacional de la Empresa de la Universidad de Múnich.

El cargo que ocupaba en un departamento de vocación transnacional se ajustaba perfectamente a sus inquietudes científicas. No en vano, él mismo se define como un jurista alemán, que fue a Estados Unidos y que volvió convertido en un jurista europeo. Con estas credenciales, el destino lógico del profesor HOPT era la dirección del prestigioso Instituto Max Planck de Derecho Comparado e Internacional Privado, que la sociedad matriz tiene en la ciudad alemana de Hamburgo, a donde quien realiza este prólogo, ya doctorado y una vez cubierto el expediente administrativo de la titularidad, he tenido la ocasión de acudir varias veces, siempre bajo el magisterio de tan ilustre anfitrión.

Sin embargo, la obra que el lector tiene entre sus manos no se gestó en Alemania, sino en nuestro país. Los *alumni* de ESADE quisieron contribuir a la vertebración del mundo jurídico de los negocios en España con la concesión de unos premios a relevantes juristas tanto patrios como extranjeros, cumpliendo con la clásica vocación transnacional del *Ius Mercatorum* de no distinguir fronteras ni, en este caso, poner límites al mérito y al conocimiento.

Encomiable es la actuación de estos antiguos alumnos, que agradecidos a las enseñanzas recibidas, intentan corresponder a la institución universitaria que los formó, contribuyendo a vertebrar el binomio sociedad-universidad, tantas veces ponderado y tan pocas logrado. Mención especial merece Antonio DELGADO PLANÁS, jurista y egresado de ESADE, que tanto ha hecho porque este trabajo vea la luz.

Estos pioneros de la sociedad civil decidieron otorgar uno de los premios, más concretamente el ligado a la trayectoria académica, al profesor Klaus J. HOPT y con el galardón germinó la idea de reunir en un volumen una selección de algunos de sus trabajos más actuales con objeto de facilitar su difusión entre el público español más allá del conocimiento que de él tienen los especialistas en Derecho mercantil.

De ahí que la selección de trabajos haya obedecido a dos criterios, el material, centrado en el ámbito del Derecho de sociedades y del mercado de valores, y el geográfico, focalizado en aquellos trabajos que podrían ser de mayor interés para el público español, por estar escritos en clave europea.

En este último caso hay que insistir en la vocación europea e internacional del trabajo del profesor HOPT, que le ha llevado a integrar el Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades, cuyas orientaciones son piedra de toque y lectura obligada en la formulación del nuevo Derecho comunitario de sociedades. De ahí que la lectura de su trabajo sea elemento ineludible para el jurista español interesado en la política legislativa comunitaria en esta materia.

No puedo acabar esta presentación sin hacer referencia al lector americano de lengua española. El profesor Klaus J. HOPT ha desarrollado buena parte de su carrera en la América de lengua inglesa y me consta su interés por la realidad jurídica de Hispanoamérica, de ahí que ésta sea una excelente ocasión para que los juristas iberoamericanos puedan tener acceso a la obra más actual del profesor HOPT. Estoy convencido de que en ella encontrarán ideas muy sugerentes y más cercanas de lo que pueden suponer a su propia realidad jurídica, aplicables a los distintos procesos de renovación del Derecho privado del continente y a los diferentes procesos de integración regional que en este momento se encuentran en marcha en la región.

Alcalá de Henares, 31 de enero de 2010

Santiago HIERRO ANIBARRO

## INTRODUCCIÓN

El presente libro, que reúne una selección de mis artículos, aparece con ocasión de mi 70 cumpleaños y comprende los trabajos realizados durante el tiempo que desarrollé mi actividad como director del Instituto Max Planck de Derecho Comparado e Internacional Privado de Hamburgo. El periodo seleccionado, de 1998 a 2009, marca una época, en la que el Derecho societario y el Derecho del mercado de valores se vieron sometidos en Alemania, en Europa y en el plano internacional a nuevas exigencias. Como muy tarde a mediados de los años noventa, se hizo evidente que los problemas de la sociedad anónima, de los bancos y bolsas, y de los principales actores en los mercados de capital y financieros no podían ser resueltos de forma aislada por cada uno de los Estados nacionales, sino que las soluciones debían buscarse en los grandes mercados y en las relaciones entre distintos niveles regulatorios (Unión Europea, transatlántica y global). En el caso de Alemania, la Ley del Mercado de Valores (WpHG), de 26 de julio de 1994, marcaría un cambio de rumbo en el que se pasaría de un Derecho puro de sociedades anónimas a un Derecho de sociedades anónimas y del mercado de valores. La WpHG, que incorporó al ordenamiento alemán la Directiva de servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, de 11 de junio de 1993, se ha convertido en la ley marco del Derecho alemán del mercado de valores (*securities regulation*), del mismo modo que existen regulaciones y leyes equivalentes como fruto de las normas comunitarias en los restantes Estados miembros de la Unión Europea. En realidad no estamos por tanto ante un libro «alemán» sino europeo.

Los veinte trabajos que se recogen en este compendio reflejan de forma consecuente esta evolución. Abordan cuestiones básicas de Derecho societario y del mercado de valores, que siguen estando de plena actualidad. Problemas que, con independencia de su diversa consideración jurídica y de su diferente tratamiento legislativo, son comunes a todas las modernas sociedades industriales y de servicios, no sólo en Europa sino también en Norteamérica, en Sudamérica y en otros continentes. Los planteamientos y las propuestas de los trabajos que aquí figuran atienden a un enfoque metodológico, que es ciertamente el método dogmático tradicional, pero también, como se corresponde

con el aspecto regulatorio, esencialmente funcional y comparado. La moderna ciencia jurídica es también la ciencia del Derecho positivo, pero al mismo tiempo y ante todo es la ciencia del Derecho adecuado y efectivo, es decir, ciencia de la regulación. Esto implica sin más que tanto el legislador como el jurista han de recurrir también a los conocimientos de las ciencias económicas; esto es, trabajar y, en su caso, argumentar de forma interdisciplinaria.

La presentación del Derecho de sociedades anónimas y del Derecho del mercado de valores en dos partes obedece principalmente a razones editoriales, pero también refleja la evolución histórica de estas normas hasta convertirse en sectores autónomos del ordenamiento. Aunque lo realmente relevante es la integración de ambas partes en una misma obra. Y es que en la actualidad ha de considerarse superado el tradicional aislamiento del Derecho de sociedades anónimas —aun cuando sea una postura que en parte todavía se defiende por antiguos especialistas en Derecho societario—, entendido como un simple Derecho de organización, en oposición al Derecho bursátil y del mercado de valores, considerados un Derecho del mercado. Las organizaciones actúan en los mercados y dependen de la financiación de las entidades de crédito y de los mercados de valores, y los accionistas no sólo son socios, sino también inversores, especialmente los pequeños accionistas. En la actualidad, el Derecho de sociedades anónimas y el Derecho del mercado de valores se complementan en múltiples aspectos y su funcionamiento difícilmente puede llegar a comprenderse si no se tiene en cuenta esta complementariedad. En algunas ocasiones, el hecho de que una materia se regule en el Derecho de sociedades anónimas o en el Derecho del mercado de valores no es más que una casualidad histórica (sirva de ejemplo la *securities regulation* estadounidense). Muy al principio de mi carrera profesional ya adelanté y preparé esta idea tanto en una intervención en el 51º Congreso de Juristas Alemanes de 1976, que versaba sobre una regulación legal común para la protección de los inversores, como en un artículo que en dos partes publiqué en la revista alemana de Derecho mercantil (*Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*) con el título «¿Del Derecho de sociedades anónimas y del Derecho bursátil al Derecho del mercado de valores?» [t. 140 (1976), pp. 201-235, y t. 141 (1977), pp. 389-441], al que en aquel entonces puse un interrogante en su enunciado. La actual crisis financiera nos ha enseñado que el Derecho de sociedades anónimas, el Derecho bancario y el Derecho bursátil, no obstante su plena autonomía, tienen que abordarse, regularse, entenderse y enseñarse de forma conjunta.

No sólo los sectores del ordenamiento que aborda la obra forman un conjunto. También los trabajos que la integran están relacionados y comprenden los cinco temas centrales que presiden cada una de las dos partes, a las que habré de referirme brevemente. En la primera parte estos temas son el *corporate governance*, el *board* (el Consejo de administración o, en su caso, la Dirección y el Consejo de Vigilancia), el Derecho comunitario de sociedades, la influencia del Derecho estadounidense y las interrelaciones del Derecho de sociedades anónimas y el Derecho bancario, este último aspecto ejemplificado en el *board* o Consejo de administración. Los temas centrales de la segunda parte son el Derecho bursátil y la transparencia, el Derecho de opas, la información privilegiada, el Derecho bancario (con el gobierno corporati-

vo específico de los bancos), el Derecho de fusiones y adquisiciones (*Mergers and Acquisitions*) y el problema de la autorregulación (*self-regulation*) en el Derecho bancario y bursátil.

## I

1. En la actualidad, el gobierno corporativo es un tema clave por antonomasia no sólo para la ciencia jurídica sino también para las ciencias económicas y otras disciplinas. Se trata de determinar cómo ha de organizarse y regularse la moderna sociedad anónima, o dicho de una forma más actual, cómo han de abordarse los tres problemas de agencia que enfrentan a los accionistas con los administradores (especialmente en el caso de las sociedades de capital disperso, tal y como sucede en Estados Unidos y el Reino Unido), a la minoría con la mayoría o con el accionista mayoritario (característico de las sociedades familiares y de los grupos de sociedades en la Europa continental) y a los accionistas con los acreedores, especialmente, con los trabajadores de la sociedad. Estos conflictos se presentan, con mayor o menor intensidad, en todos los ordenamientos jurídicos modernos. Por esta razón, su solución no puede abordarse convenientemente desde una óptica puramente nacional, sino que el enfoque ha de ser comparado. Estas cuestiones se abordan más detalladamente en los dos primeros capítulos y también en el cuarto, y sin duda, el trabajo jurídico-económico más reciente en este campo es: HOMMELHOFF; HOPT, y VON WERDER (eds.), *Handbuch Corporate Governance, Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, 2.<sup>a</sup> ed. (Colonia, 2009), en el que se cita una vasta bibliografía.

2. El núcleo central de la sociedad anónima es el *board*, es decir, en el sistema monista el Consejo de administración y en el sistema dual la Dirección (*Vorstand*) y el Consejo de Vigilancia (*Aufsichtsrat*). Los miembros del Consejo de administración gestionan la sociedad y los accionistas, que no pueden acometer por sí mismos esta función, delegan en ellos esta tarea. En este punto surge la cuestión principal del *corporate governance*, que no es otra que cómo pueden los accionistas asegurar que el *board* gestione la sociedad correcta y lealmente. A tales efectos, la tipificación en todos los ordenamientos societarios de deberes de diligencia y de fidelidad (cuestiones de conflicto de intereses e independencia) no es suficiente. Se trata de una materia que depende de muchos factores; no sólo de la cualidad e integridad de los miembros del Consejo de administración, sino también del tamaño adecuado del órgano y de su organización, con al menos tres comités (el de nombramientos, remuneración y auditoría, de los cuales el *audit committee* es el más importante), del buen funcionamiento de los canales de información, de la estrecha colaboración con los auditores de cuentas, además de otras muchas circunstancias. No existe una solución única e ideal, principalmente porque el Derecho de sociedades anónimas y las manifestaciones de esta forma social se desarrollan en los distintos países en virtud de sus peculiares circunstancias (la llamada *path dependence*). La reforma del *board* en el sistema monista o la del Consejo de Vigilancia en el dual es desde hace décadas un tema de primer orden en todos los países. De esta cuestión, desde una óptica comparada, se ocupan tres capítulos, del tercero al quinto.

3. Como se ha indicado, las respuestas nacionales por sí solas ya no constituyen una vía satisfactoria para abordar los interrogantes que plantea la sociedad anónima. Estas cuestiones se disciernen hoy en día a nivel europeo. Si bien es cierto que la Unión Europea no ha abordado la totalidad del Derecho societario, también lo es que contamos con un considerablemente amplio Derecho europeo de sociedades. Este Derecho no sólo incluye las formas sociales europeas —como por ejemplo, la sociedad anónima europea (*Societas Europaea*, SE) y la todavía en proceso de tramitación legislativa sociedad privada europea (*Societas Privata Europaea*, SPE)—, sino también otras muchas cuestiones de Derecho societario. Esta regulación se ha recogido en más de una docena de directivas y recomendaciones [*vid.*, al respecto, la recopilación de HOPT y WYMEERSCH (eds.), *European Company and Financial Law, Texts and Leading Cases*, 4.<sup>a</sup> ed., Oxford, Oxford University Press, 2007]. En el ámbito del gobierno corporativo hay que destacar especialmente el Plan de Acción de la Comisión Europea. Por el contrario, el Derecho de grupos se encuentra todavía muy poco desarrollado, si bien sólo respecto del Derecho societario de grupos y no así, por el contrario, en lo que concierne al ámbito del Derecho del mercado de valores, contable, bancario y de seguros. Estos temas se abordan en los capítulos cuarto y sexto a octavo.

4. El Derecho de los Estados Unidos se ha convertido en un modelo global, especialmente en el ámbito de la *securities regulation* o Derecho del mercado de valores. Pero también en el del Derecho de sociedades anónimas se constatan múltiples «influencias» del Derecho estadounidense en otros ordenamientos europeos. Un ejemplo lo encontramos en el principio de publicidad (*disclosure*). Aunque por muy relevante que sea aprender de la experiencia americana, también resulta necesario protegerse de la tendencia a la imitación irreflexiva. Muchas cosas son diferentes en Europa y en otros países: la lengua, la historia, el desarrollo jurídico, la mentalidad, la estructura accionarial, la actitud frente al Estado y las autoridades supervisoras y, sobre todo, la aplicación de las leyes y el Derecho procesal. De estas cuestiones trata el capítulo noveno.

5. Por último, resulta necesario mencionar un fenómeno muy reciente: La influencia del Derecho bancario y financiero sobre el Derecho societario. Esta influencia incide no sólo, aunque sí especialmente, en las exigencias al Consejo de administración, los canales de información en la sociedad, la gestión de riesgos, el *controlling*, la auditoría de cuentas y el cumplimiento normativo (*compliance*). La actual crisis financiera, que tendrá como consecuencia una elevación drástica de las exigencias a los Consejos de administración de las entidades de crédito, instituciones financieras y órganos equivalentes de la sociedad anónima, ha dado aún más actualidad a este tema. De lo que se trata es de que las sociedades anónimas que no pertenezcan al sector bancario y financiero aprendan la lección, pero no que hagan suyas sin más todas las soluciones. Lo contrario conduciría a una paralización de las empresas. De estos temas se ocupa el capítulo décimo.

## II

1. Como comenté al principio de mi exposición, el Derecho del mercado de valores está en una estrecha relación funcional con el Derecho de socie-

dades anónimas. Las organizaciones no pueden ser tratadas al margen del mercado y viceversa. De Oliver WILLIAMSON aprendimos que organización y mercado son complementarios. La tarea del legislador y del regulador consiste en encontrar el ámbito que mejor puede dar una adecuada respuesta a los problemas concretos que se plantean; en el ámbito de una organización o en el del mercado, es decir, por una parte, el Derecho de las organizaciones o Derecho de sociedades anónimas, o por otra, el Derecho del mercado o Derecho bursátil y el Derecho de opas. El prototipo del mercado es la Bolsa. El Derecho bursátil es por tanto origen y núcleo del Derecho del mercado de valores. El instrumento regulatorio más importante en el mercado es la publicidad (*disclosure*). Pero ésta ha de ser fiable, es decir, el emisor debe responder de la misma, ya sea con su reputación y a ser posible también con su responsabilidad. Estas son las cuestiones que abordan los capítulos undécimo y duodécimo.

2. Por lo que respecta al gobierno corporativo, se distingue entre *corporate governance* interno y externo. En el primer caso se trata, como ya ha quedado apuntado, de la correcta gestión y supervisión de la empresa, y en estas labores, la atención se centra especialmente en el Consejo de administración (*board*). El segundo alude al control del Consejo de administración pero no en la propia sociedad anónima sino desde el exterior por el mercado. El prototipo de estas fuerzas de mercado son las ofertas públicas de adquisición, ya que en el caso de que prospere la oferta, sobre todo si culmina con éxito una opa hostil, los miembros de la Dirección de la sociedad destinataria la mayoría de las veces pierden su cargo. Por esta razón, resulta comprensible que el interés del *management* consista por regla general en defender a la sociedad (y sobre todo a ellos mismos) de las ofertas de adquisición. Pero este interés no tiene por qué coincidir con el de los accionistas. De ahí que el Derecho inglés haya desarrollado la conocida como *antifrustration rule*, conforme a la cual los directores han de delegar la decisión sobre la aceptación o rechazo de la oferta fundamentalmente en los accionistas a través de la junta general y en el mercado. Sobre este tema tratan los capítulos decimotercero a decimoquinto.

3. Algunos todavía siguen considerando las operaciones con información privilegiada como un delito menor —peligroso malentendido—. Estas operaciones son punibles e incluso la mera sospecha conlleva la apertura de un procedimiento sumamente engorroso. Las operaciones con información privilegiada tienen un coste de confianza; en los inversores minoritarios tiene un efecto disuasorio y encarece la operación, debido a que los intermediarios se aseguran sus márgenes elevando los costes. Ésta es la razón por la que este tipo de operaciones está prohibido en todo el mundo: en la Unión Europea por la Directiva de abuso de mercado. Detectar estas operaciones resulta difícil, por lo que la mejor estrategia regulatoria en estos casos es la comunicación tempestiva de las informaciones relevantes para la cotización de los valores. Ésta es la función de las normas legales sobre publicidad *ad hoc*. La Directiva comunitaria sobre abuso de mercado contempla tanto la prohibición de operaciones con información privilegiada como el deber de realizar comunicaciones *ad hoc*. Las múltiples y complejas cuestiones jurídicas que plantea este tema se analizan en el capítulo decimosexto.

4. En el ámbito del Derecho del mercado financiero, el Derecho bancario se sitúa tradicionalmente en un primer plano. Éste se divide en Derecho

privado bancario (Derecho de las operaciones bancarias o Derecho de la contratación bancaria) y en Derecho público bancario, en especial, el Derecho de la supervisión bancaria. Por lo que se refiere al Derecho privado bancario, el contrato bancario constituye la base de la relación contractual entre el banco y sus clientes. Entre el Derecho bancario societario y el Derecho de la supervisión bancaria se sitúan las cuestiones del gobierno corporativo de los bancos y las instituciones financieras. Sobre todo desde la crisis económica, el derecho de la supervisión bancaria y el *corporate governance* se encuentran bajo el signo de la reforma. En esta tarea destaca el papel esencial del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Las fusiones y adquisiciones (M&A), en las que generalmente intermedian los bancos de inversión, carecen de regulación legal en la mayor parte de los ordenamientos jurídicos. Estas operaciones quedan al albur de la autonomía privada, que ha desarrollado internacionalmente unas cláusulas, más o menos estandarizadas. Una de las principales cláusulas en todos los contratos M&A es la denominada cláusula MAC (*material adverse change*), que autoriza a las partes a modificar el contenido del contrato o a desistir de la operación en el caso de que concurran circunstancias consideradas adversas por las partes. Al respecto existe una abundante casuística. Todas estas cuestiones se tratan en los capítulos decimoséptimo a decimonoveno.

5. Un tema esencial en el ámbito de la regulación es el papel de la autorregulación en el Derecho bancario y bursátil —es decir, la existencia de normas de bolsas, bancos o círculos profesionales que velan por el buen orden del mercado, junto o en lugar de la normativa emanada del legislador y de las autoridades de supervisión bancaria y bursátil—. La autorregulación voluntaria (*self-regulation*) tiene una larga tradición internacional en todas las Bolsas y especialmente en Inglaterra en la City en materia de opas (*Panel on Takeovers and Mergers* y *Takeover Code*). No es así, por el contrario, en Alemania y otros países de Europa continental. Como consecuencia de la crisis financiera, la simple autorregulación voluntaria está siendo objeto de críticas. No obstante, no parece que en un futuro pueda prescindirse de todo tipo de autorregulación, ejercitada en todo caso en virtud de la correspondiente autorización legal («*in the shadow of the law*»). En esta medida, resulta necesario analizar detenidamente la teoría y práctica de su ejercicio (capítulo vigésimo).

Espero que esta breve introducción y visión de conjunto sobre los temas que se abordan en la obra hayan despertado el interés del lector. A mí sólo me resta expresar mi agradecimiento al coordinador de las traducciones y de este libro, el profesor Santiago HIERRO ANIBARRO, un reconocido experto en Derecho societario y del mercado de valores, a la editorial Marcial Pons y a su consejero delegado, Juan José PONS, por incluir esta obra en su catálogo, a las numerosas editoriales que han dado su conformidad para traducir y publicar los trabajos originales, a los traductores, de los que me consta que han realizado un trabajo excelente, y muy especialmente, a los futuros lectores que se interesan por estos temas y a los que las reflexiones y propuestas que se recogen en este libro ojalá pueden ser de utilidad para abordar desde una perspectiva internacional las cuestiones que se planteen en sus respectivos países.

Klaus J. HOPT  
Hamburgo, febrero de 2010

# I

## **EL GOBIERNO CORPORATIVO: ESTUDIO DE DERECHO PRIVADO COMPARADO EN DERECHO DE SOCIEDADES Y DEL MERCADO DE VALORES \***

**SUMARIO:** I. EL DERECHO DE SOCIEDADES, EL DERECHO COMPARADO Y LA ARMONIZACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA.—1. El Derecho comparado de sociedades.—2. La armonización del Derecho de sociedades en la Unión Europea.—II. EL DERECHO EUROPEO Y ALEMÁN DEL MERCADO DE VALORES. EL EJEMPLO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.—1. Acerca del desarrollo del Derecho europeo y alemán del mercado de valores.—2. Cuestiones regulatorias y ofertas públicas de adquisición.—III. EL GOBIERNO CORPORATIVO: UN NUEVO CAMPO DE INVESTIGACIÓN.—1. Sobre su concepto, cuestiones y método.—2. El Plan de acción de la Comisión Europea sobre gobierno corporativo: un ejemplo de cooperación entre teoría y práctica jurídica.—IV. PERSPECTIVA.—V. BIBLIOGRAFÍA.

Cuando en los años sesenta del siglo pasado fui a estudiar a los Estados Unidos, el concepto de «protección de los inversores» carecía de relevancia jurídica en Alemania. Obviamente existía la tradición, ya centenaria, de defensa de los derechos de los socios y la Ley alemana del mercado de valores regulaba el tráfico bursátil de las acciones. Sin embargo, no había una protección análoga para la inversión que se realizaba en otros instrumentos financieros; y cuestiones básicas del mercado de valores, como la información privilegiada, las ofertas públicas de adquisición o el abuso de mercado, sencillamente, eran algo desconocido. Las opas hostiles en Alemania no existían y, de hecho, la primera fue el espectacular intento de opa de Krupp-Thyssen en 1997. Por otro lado, el uso de información privilegiada y la manipulación de las cotizaciones eran endémicos, y aunque la prensa lo denunciaba, no interesaba lo más mínimo al legislador. Es más, el empleo de información privilegiada se consideraba normal y se asumía como una forma más de

---

\* Título original: «Corporate Governance: Vergleichende privatrechtliche Forschung im Aktien- und Kapitalmarktrecht», en *Jahresbericht der Max-Planck-Gesellschaft*, 2007, pp. 18-22. Traducción a cargo de Santiago HIERRO ANIBARRO.

operar, que era privilegio de las empresas de servicios de inversión y de las entidades de crédito.

A diferencia de lo que sucedía en Alemania, las cosas eran muy diferentes en los Estados Unidos. Desde los años treinta, además de la societaria, existía una extensa normativa de los mercados de valores, que tenía su origen en las medidas tomadas a raíz de la Gran Depresión. La vigilancia de los mercados bursátiles, la protección de los inversores y la prohibición del abuso de mercado y de la información privilegiada se encomendó a la Comisión del Mercado de Valores (*Securities and Exchange Commission*), una agencia federal encargada de la supervisión de los mercados de valores, que se convirtió con el transcurso del tiempo en una de las instituciones más respetadas y temidas del país. La extensa jurisprudencia de los tribunales que enjuiciarían su actuación da fe de ello. El Derecho de sociedades y el ordenamiento del mercado de valores se complementaban y eran fuente de una rica casuística para la jurisprudencia.

En tiempos más recientes, y muy especialmente a partir de los años noventa, los mercados bursátiles europeos y alemanes han acabado alcanzando a los de Estados Unidos, y lo mismo ha sucedido en lo que respecta a su normativa y al estudio de la misma, en la medida en que se ha convertido en una preocupación para los sistemas legales —aunque la investigación en Derecho del mercado de valores se siga caracterizando por un elevado dogmatismo doméstico, no obstante ser una materia de naturaleza eminentemente práctica, internacional e interdisciplinaria—. Las Bolsas y los mercados de valores han incorporado las nuevas innovaciones desarrolladas en este ámbito y han recibido la influencia de sus pares internacionales, hasta el punto de que las opas son en la actualidad frecuentes en Alemania. Bajo la presión de la Unión Europea y de los mercados financieros internacionales, el legislador alemán ha reformado el Derecho de sociedades y del mercado de valores, en algunos casos, tan rápidamente, que se habla de un estado de «permanente reforma». La doctrina analiza las distintas interacciones entre el Derecho de sociedades y del mercado de valores, y muy especialmente, desde mediados de los años noventa, la del gobierno corporativo, empleando una metodología de Derecho comparado. Acorde con esta evolución, este trabajo desarrolla cuatro aspectos clave, que condensan el trabajo que a lo largo de este tiempo y sobre la materia he desarrollado en Hamburgo, en el Instituto Max Planck de Derecho Privado Comparado e Internacional, y anteriormente en Tubinga, Florencia, Berna y Múnich<sup>1</sup>.

## I. EL DERECHO DE SOCIEDADES, EL DERECHO COMPARADO Y LA ARMONIZACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA

### 1. El Derecho comparado de sociedades

El Derecho comparado de sociedades comienza su andadura con la sociedad anónima contemporánea de la primera mitad del siglo XIX, que es

<sup>1</sup> Véase HOPT en <http://www.mpipriv-hh.mpg.de>.

consecuencia de la industrialización y de la necesidad de financiar las nacientes compañías de ferrocarriles, banca e industriales. El primer régimen de sociedades anónimas que llamó la atención de la comunidad jurídica internacional fue el francés, entonces integrado en el Código de Comercio de 1807. El Derecho comparado —y su disciplina hermana, la Historia del Derecho (conocida como Derecho comparado «vertical») — siempre fue y se sigue considerando una *école de vérité* para el Derecho de sociedades, en tanto que ofrece un inmenso campo de opciones regulatorias y una riqueza de modelos normativos, similar al que proporcionaría un «experimento», en este caso realizado en el ámbito de las ciencias sociales. En la elaboración de Ley alemana de sociedades anónimas de 1937 se empleó el análisis comparado, utilizando el Derecho estadounidense de sociedades anónimas, labor que realizó en el Instituto Káiser Guillermo de Berlín, precursor del actual Instituto Max Planck, quien más tarde sería presidente de la Comisión Europea, Walter HALLESTEIN.

No obstante, la época dorada del Derecho comparado de sociedades se inicia después de la Segunda Guerra Mundial con una nueva generación de expertos en Derecho de sociedades, que va a importar en Europa las nuevas ideas surgidas en los Estados Unidos, entre los que cabe citar a Ernst-Joachim MESTMÄCKER, mi predecesor en el Instituto Max Planck de Hamburgo. Desde los años setenta, al esfuerzo individual de los investigadores se ha unido el colectivo, representado, entre otros, por la International Encyclopedia of Comparative Law de Hamburgo o la International Faculty of Corporate Law and Securities Regulation, a la que también pertenezco, y diferentes grupos de investigación adscritos al Instituto Universitario Europeo de Florencia, por ejemplo, y más recientemente al Instituto Max Planck de Hamburgo, que engloban a investigadores procedentes de los Estados Unidos, Alemania, Bélgica, Inglaterra, Italia, Suiza y Japón. Igualmente existe en la actualidad un número significativo de revistas científicas dedicadas al análisis comparado del Derecho de sociedades y del mercado de valores, entre las que cabe mencionar a la *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, así como a un grupo de destacadas revistas del continente europeo especializadas en Derecho de sociedades, coordinadas por la *ZGR*, la revista alemana de Derecho de sociedades y de la empresa (*Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*).

Sin embargo, con todo lo que se ha logrado, sigue vigente entre los juristas un malentendido que debería corregirse: el Derecho comparado no es la mera yuxtaposición de los regímenes foráneos y del nacional, y no implica de ninguna manera la representación del Derecho extranjero. Los juristas que observan más allá de los propios confines nacionales, analizando lo bien o mal que una determinada institución se regula en circunstancias similares, deben poseer un completo dominio de su propio ordenamiento y a partir de él desarrollar su investigación<sup>2</sup>. En caso contrario, existe el riesgo de perder el contacto entre la teoría y la práctica doméstica, y a largo plazo parecerse

---

<sup>2</sup> En este sentido, HOPT, ROTH y PEDDINGHAUS, «Comentario a las secciones 95 a 116 de la Ley alemana de sociedades anónimas (AktG), dedicadas al consejo de vigilancia», en *Grosskommentar Aktiengesetz* (4.<sup>a</sup> ed., Berlin, New York, 2005), 1.450 páginas.

a esos políticos que carecen de unos fundamentos sólidos, incluidos los que afectan a su percepción del exterior.

## **2. La armonización del Derecho de sociedades en la Unión Europea**

La armonización del Derecho de sociedades en la Unión Europea desde el final de los años sesenta supuso el comienzo de una nueva fase para el Derecho comparado de sociedades. Desde muy pronto, los planes originales de armonizar completamente las distintas partes que componen el Derecho de sociedades en los distintos Estados miembros demostraron ser impracticables, y también que partían de un error de concepto. Esto se debió, en parte, a las circunstancias políticas, así como a la creciente influencia británica en materia financiera dentro de la Comisión Europea y, no en menor medida, a la resistencia de unos Estados miembros que preferían mantener su ordenamiento tradicional —por ejemplo, el (caro) compromiso alemán de cogestión fundado en la paridad—; y, en parte, a las propias circunstancias, evolución y experiencia nacionales. Mientras esto sucedía, el Tribunal de Justicia de la Comunidad ha dado pasos fundamentales con pronunciamientos decisivos como, por ejemplo, en materia de domicilio (Centros) o en el caso de la «acción de oro» (la reciente decisión sobre el caso Volkswagen de 23 de octubre de 2007).

Mientras tanto, la cuestión de dónde debe trazarse la frontera entre la armonización europea y la competencia legislativa nacional se ha convertido en un tema altamente controvertido, tanto política como doctrinalmente. Los políticos prometen simplificación (un régimen societario en lugar de veintisiete), en línea con la petición expresada, especialmente, por las empresas multinacionales. Los especialistas en Derecho societario, por su parte, emplean como argumento la historia, la cultura legal y la posibilidad de experimentar y, asociada con esta última, la competencia entre legisladores nacionales y reguladores en la búsqueda de las soluciones más óptimas en interés de su propia jurisdicción. Aquí también, la competencia entre ordenamientos es un proceso de descubrimiento. Desde el mismo momento de creación de la Unión Europea, el péndulo se ha balanceado entre ambas tendencias. No obstante, un nivel mínimo de armonización es indispensable para que exista un mercado único europeo. En este sentido, queda una doble tarea que llevar a cabo, la de investigar y la de materializar esa investigación, convirtiéndola en conceptos de política legislativa.

## **II. EL DERECHO EUROPEO Y ALEMÁN DEL MERCADO DE VALORES. EL EJEMPLO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN**

### **1. Acerca del desarrollo del Derecho europeo y alemán del mercado de valores**

La integración europea se ha desarrollado mucho más en el ámbito del Derecho del mercado de capitales y dentro de éste en el campo del Derecho

del mercado financiero más que en el del Derecho de sociedades. La explicación a este fenómeno se debe a que los modernos mercados financieros están interconectados; una circunstancia que no puede ser ignorada ni por el legislador comunitario ni por el nacional. La influencia del Derecho estadounidense del mercado de valores —que ha sido globalmente aceptado como el modelo a seguir desde su marcha triunfal alrededor del mundo iniciada a comienzo de los años treinta del siglo pasado— es un factor determinante. En el continente europeo el primer país influido por él fue Bélgica en 1935, seguido de Francia en 1966 y la Unión Europea a partir de la década de 1980. Alemania, que quedó inicialmente rezagada de esta influencia, hubo de ceder a ella cuando tuvieron que transponerse las directivas comunitarias en la materia en la década de los noventa. En la actualidad hay nada menos que 34 directivas y recomendaciones sobre Derecho del mercado de valores<sup>3</sup>, que han modificado completamente el Derecho alemán en este ámbito. Recientemente, la Directiva de mercados e instrumentos financieros, transpuesta en 2007, ha supuesto una reforma total del Derecho bursátil alemán y un cambio profundo de todo el Derecho alemán del mercado de valores. Este desarrollo del Derecho comunitario en el ámbito del mercado de valores, además de generar múltiples cuestiones en la práctica, plantea numerosos interrogantes para los investigadores del Derecho alemán y comunitario del mercado de valores, que pueden ponerse de manifiesto utilizando como ejemplo la regulación europea en materia de opas.

## 2. Cuestiones regulatorias y ofertas públicas de adquisición

En la actualidad existe una vasta bibliografía ya sea internacional, jurídica o económica sobre las ofertas públicas de adquisición, tanto sobre sus aspectos teóricos como sobre los empíricos. Un buen ejemplo de esta aseveración se puede encontrar en la producción científica que ha generado la Directiva europea de opas de 2004. Al margen de la interpretación jurídica convencional, la cuestión principal que plantea la directiva se centra en la valoración que, en términos de política legislativa, deben recibir los tres aspectos principales de su régimen, es decir, la información y publicidad sobre la oferta pública de adquisición, la opa obligatoria (en este caso el oferente debe formular una oferta a la totalidad de las acciones de la sociedad cotizada) y el deber de abstención del nuevo régimen de opas (los administradores de la sociedad afectada no pueden obstruir unilateralmente la oferta, dado que son los accionistas quienes deben decidir). ¿Merece la pena en términos económicos la imposición del deber de publicidad? ¿Tiene sentido la opa obligatoria? Por un lado, otorga a los accionistas minoritarios la posibilidad de una salida a tiempo, concediéndoles una satisfactoria compensación económica, al tiempo que funciona como un mecanismo de defensa de la sociedad cotizada. Por otro, reduce el incentivo de lanzar una opa, lo que no beneficia ni a los accionistas de la compañía afectada ni al conjunto del mercado.

---

<sup>3</sup> En conjunto las que se refieren al Derecho de sociedades y del mercado financiero son aproximadamente unas doscientas, que pueden consultarse en HOPT y WYMEERSCH (eds.), *European Company and Financial Law. Texts and Leading Cases* (4.<sup>a</sup> ed., Oxford, 2007), 1.816 páginas.