

EL PERVERSO EFECTO DE LA RESPONSABILIDAD OBJETIVA: EL CASO DE LOS DIRECTORES DE LAS SOCIEDADES QUE COTIZAN EN BOLSA

Freddy Escobar Rozas^{***}

*“Las leyes más estrictas son las que causan los males más graves”^{***}.*

No es fácil tomar una postura respecto de la responsabilidad que deben asumir los directores. Al respecto se pueden plantear diversas interrogantes ¿Debería exigirse una responsabilidad objetiva o subjetiva? ¿Cuáles son las consecuencias de acogernos a uno u otro tipo de responsabilidad?

Los regímenes de responsabilidad objetiva y subjetiva generan diferentes incentivos para los actores involucrados en la actividad que genera el daño. En ese sentido, el autor sostiene que la decisión de optar por un régimen de responsabilidad subjetiva o por un régimen de responsabilidad objetiva debería ser tomada por los accionistas, no por el legislador, en la medida en que son aquéllos y no éstos los que pueden determinar de mejor manera cuáles son los costos y beneficios comparativos de cada régimen.

* Abogado. Magíster en Derecho (LL.M.) por la Universidad de Harvard. Socio del Estudio Ferrero Abogados. Profesor de las Facultades de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú y Universidad del Pacífico.

** A Matías, el niño valiente, esforzado y tierno que ilumina nuestros días.

*** Marco Tulio Cicerón (106 AC – 48 AC).

I. INTRODUCCIÓN

La Ley General de Sociedades (LGS) establece que los directores responden por los daños que ocasionen tanto a la sociedad como a los accionistas en la medida en que actúen con dolo, abuso de facultades o negligencia. En otras palabras, la LGS sujeta a los directores a un régimen de responsabilidad subjetiva.

La Ley 29720 (Ley) –Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales– contempla un régimen de responsabilidad especial, aplicable a los directores de las sociedades que cotizan en bolsa (directores). Este régimen establece que los directores responden por los daños que ocasionen tanto a la sociedad cuanto a los accionistas. No es necesario, para tal efecto, que aquéllos actúen con dolo, abuso de facultades o negligencia. En consecuencia, la Ley sujeta a los directores a un régimen de responsabilidad objetiva¹.

La Ley es única en el mundo. Si bien existen jurisdicciones que contemplan regímenes de responsabilidad objetiva para algunos pocos supuestos estrictamente definidos (por ejemplo, reparto de dividendos ilegales), ningún Estado se ha atrevido a imponer a los directores un régimen general de responsabilidad objetiva².

¿Por qué la Ley se aparta de la LGS y en general de la legislación comparada? No existe una exposición de motivos que sustente el cambio de régimen. Especulando, uno razonablemente puede pensar que el legislador quiso otorgar una mayor protección a los accionistas e inversionistas en la medida en que un régimen de responsabilidad objetiva no los obliga a probar el dolo o la

culpa de los directores a fin de obtener una indemnización por los daños causados por las decisiones tomadas por estos últimos. Si esa fue la intención del legislador, el efecto no será el deseado. La responsabilidad objetiva de los directores no beneficiará a los accionistas e inversionistas.

En este artículo pretendo demostrar que la Ley genera más costos que beneficios. Estos costos operan tanto a nivel de las sociedades que cotizan en bolsa como a nivel del mercado de capitales. A nivel de las sociedades que cotizan en bolsa los costos más evidentes son los siguientes: pérdida (por renuncia) de directores prudentes, incremento de remuneraciones para compensar el mayor riesgo asumido por los directorios, incremento de primas de seguro de responsabilidad para compensar el mayor riesgo asumido por los directorios, inacción de los directorios, empleo constante de asesores externos para la toma de decisiones. A nivel de mercado de capitales el costo más evidente es el que genera la negativa de ingreso de nuevas empresas.

II. TRASLADO DE PÉRDIDAS

La responsabilidad civil traslada una pérdida que sufre el sujeto B al sujeto A. El sujeto A puede o no ser el causante de tal pérdida. Existen diversas razones que explican porqué el sujeto A debe asumir la pérdida sufrida por el sujeto B.

Desde una perspectiva económica, la responsabilidad civil es empleada fundamentalmente para impedir que se realicen actividades ineficientes, esto es, actividades que generan más costos que beneficios³. Si el sujeto A realiza la actividad

¹ La Ley no solo modifica el régimen de responsabilidad de los directores sino que además los hace responsables por las pérdidas patrimoniales y no patrimoniales. El problema del resarcimiento de los daños no patrimoniales es más complejo aun que el de la responsabilidad objetiva, por tal razón lo abordaré en otro trabajo.

² Algunas jurisdicciones establecen responsabilidad objetiva de los directores para determinados supuestos, establecidos con toda precisión (por ejemplo, información falsa incluida en prospectos de emisión de instrumentos de deuda). En ningún caso, sin embargo, la responsabilidad objetiva constituye la regla general. Para una descripción de los supuestos específicos en los que la legislación comparada aplica un régimen objetivo de responsabilidad: ANDERSON, Helen. "Directors' Liability for Corporate Faults and Defaults: An International Comparison". Pacific Rim Law & Policy Journal Association 18. 2009. pp. 8 y siguientes.

³ "Our objective is not to eliminate the risks entirely –we could do that by banning cars, rifles, and dynamite. Our objective is to get the efficient level of precautions, and thus the efficient level of risk. We want a world where I get my brakes checked one more time if, and only if, doing so reduces expected accident costs by at least as much as it costs. We want a world where I break up rock with dynamite instead of a sledge hammer if and only if the savings in cost to me at least make up for the increased risk to my neighbors. What we want

X y obtiene beneficios por 100, el sujeto A tendrá incentivos para continuar realizando la actividad X en la medida en que no tenga que asumir costos por encima de 99. Si el sujeto A, al realizar la actividad X, impone al sujeto B costos por 110, el sujeto A no debería realizar dicha actividad, ya que, desde una perspectiva social, produce más pérdidas que ganancias. Si el sistema legal no obliga al sujeto A a indemnizar al sujeto B, entonces el sujeto A tendrá incentivos para seguir generando pérdidas sociales y, por tanto, reduciendo el bienestar general. En cambio, si el sistema legal obliga al sujeto A a indemnizar al sujeto B, entonces el sujeto A tendrá incentivos para dejar de realizar la actividad X ya que ésta solo le producirá pérdidas (100 - 110 = -10).

Desde una perspectiva moral, la responsabilidad civil es empleada fundamentalmente para restaurar una situación injustamente alterada⁴. Consideramos que existe tal situación cuando el sujeto altera el orden previo actuando de forma incorrecta, inaceptable. Si el sujeto A voluntariamente toma un bien que le pertenece al sujeto B, consideramos que el sujeto B debe

ser protegido, en la medida en que no es correcto, no es aceptable que sea privado de uno de sus bienes de esa forma. Por tal razón, compelimos al sistema legal a establecer una regla que permita al sujeto A demandar y recuperar el bien sustraído o, en el peor de los casos, su valor de mercado.

La explicación de porqué consideramos que cierta conducta es incorrecta o inaceptable varía dependiendo de la forma en la que uno se aproxime al fenómeno moral. Algunos piensan que la moral se nutre de juicios de valor que, mediante operaciones lógicas, se deducen de ciertos axiomas considerados universalmente aceptados (imperativos categóricos)⁵. Otros piensan que la moral se nutre de emociones y reacciones que la evolución ha ido definiendo. Estas emociones y reacciones quedan grabadas en nuestros genes y se transmiten de generación en generación⁶. Sea cual sea la explicación correcta, lo cierto es que somos seres racionales y emocionales al mismo tiempo, y como tales consideramos que existen comportamientos incorrectos, inaceptables⁷. Cuando tales comportamientos son extremos, requerimos la intervención

is not a world of no accidents –that costs more than it is worth– but a world with only efficient accidents (...) We want the world we would have if everyone took all and only cost-justified precautions". Ver: FRIEDMAN, David. "Law's Order". Princeton: Princeton University Press. 2000. pp. 197-198.

- 4 "Presenting corrective justice as a quantitative equality captures the basic feature of private law: a particular plaintiff sues a particular defendant. Unjust gain and loss are not mutually independent changes in the parties' holdings; if they were, the loss and the gain could be restored by two independent operations. But because the plaintiff has lost what the defendant has gained, a single liability links the particular person who gained to the particular person who lost." Ver: WEINRIB, Ernest. "The Idea of Private Law". Cambridge: Harvard University Press. 1995. p. 63.
- 5 "We can't base the moral law on any particular interests, purposes, or ends, because then it would be only relative to the persons whose ends they were (...) The moral law consists of a categorical imperative, a principle that requires us to treat persons with respect, as ends in themselves". Ver: SANDEL, Michael. "Justice. What is the Right Thing to Do?". Nueva York: Farrar, Straus and Giroux. 2009. pp. 121 y 124.
- 6 "Where does our sense of right and wrong come from? Most people think it is a gift from God, who revealed His laws and elevates us with His love. A smaller number think that we figure the rules out for ourselves, using our capacity to reason and choosing a philosophical system to live by. Moral naturalists, on the other hand, believe that we have moral sentiments that have emerged from a long history of relationships. To learn about morality, you don't rely upon revelation or metaphysics; you observe people as they live (...) By the time humans came around, evolution had forged a pretty firm foundation for a moral sense (...) this moral sense is like our sense of taste. We have natural receptors that help us pick up sweetness and saltiness. In the same way, we have natural receptors that help us recognize fairness and cruelty. Just as a few universal tastes can grow into many different cuisines, a few moral senses can grow into many different moral cultures (...) We come equipped to learn fairness and other virtues. These moral faculties structure the way we perceive and respond to the world". Ver: BROOKS, David. "The Moral Naturalists". En: The New York Times. 22 de julio de 2010.
- 7 "(...) somos seres tan emocionales como racionales, si no más. Nuestras necesidades y deseos son mucho más complejos y variados que el simple hecho de obtener el máximo placer y beneficio. Hasta hace poco estas conclusiones habían sido en buena parte ignoradas fuera del ámbito de la psicología. Pero, finalmente, estas motivaciones emocionales –nuestra preocupación por hacer lo correcto y justo, nuestro deseo de causar una buena impresión a nuestros iguales y así pertenecer al grupo– están por fin empezando a ocupar el lugar que les corresponde en otras disciplinas. Incluso los economistas, habituados desde hace mucho tiempo a considerar el comportamiento humano como una serie de curvas de oferta y demanda o una sucesión de letras "x" e "y", están reconociendo (...) el poder de las motivaciones emocionales, sociales y morales (...)". Ver: BENKLER, Yochai. "El Pingüino y el Leviatán". Traducción de Jorge Paredes. Barcelona: Ediciones Deusto. 2011. p. 27.

del sistema legal a través del sistema de responsabilidad civil o penal, según la nocividad de los mismos.

Existen otras explicaciones económicas y morales que fundamentan la responsabilidad civil. La responsabilidad vicaria, por ejemplo, está sustentada en la idea de generar incentivos para que el principal vigile de manera más eficiente el comportamiento de sus agentes⁸. La responsabilidad punitiva, por otro lado, está sustentada en la idea de castigar al agresor que actúa de manera maliciosa (justicia retributiva)⁹.

Desde tiempos ancestrales los sistemas legales han aplicado regímenes de responsabilidad subjetiva y objetiva por distintas razones y con diferentes propósitos. El Código de Hamurabi constituye un magnífico ejemplo de ello¹⁰.

Tradicionalmente la responsabilidad objetiva ha estado reservada para daños ocasionados por actividades especialmente peligrosas, por animales y por productos defectuosos¹¹, mientras que la responsabilidad subjetiva ha estado reservada para las actividades profesionales especialmente complejas y valiosas.

La elección de un régimen de responsabilidad no es socialmente irrelevante en la medida que genera una serie de consecuencias económicas diferenciadas.

III. GENERACIÓN DE INCENTIVOS

Los regímenes de responsabilidad objetiva y subjetiva generan diferentes incentivos para

los actores involucrados en la actividad que genera el daño. Tales incentivos varían en función del escenario en el que se desarrolle la referida actividad. Quizás el escenario de los accidentes es el más apropiado para notar cómo los referidos regímenes impactan en los incentivos.

Desde la perspectiva de las precauciones, los accidentes pueden clasificarse en dos: unilaterales y bilaterales. Accidentes unilaterales son aquellos en los que solamente el causante puede tomar precauciones para evitarlos. Pensemos en el caso del avión que se estrella contra un edificio. En ese caso los propietarios del edificio no pueden tomar precauciones para evitar el accidente, por lo que se trata de un accidente unilateral. Accidentes bilaterales, por su parte, son aquellos en los que tanto el causante como la víctima pueden tomar precauciones para evitarlos. Pensemos en el caso de la colisión de autos. En ese caso ambos conductores pueden tomar precauciones para evitar el accidente, por lo que se trata de un accidente bilateral.

Veamos cómo los distintos regímenes de responsabilidad generan diversos incentivos dependiendo del tipo de accidente del que se trate.

Supongamos que, de ocurrir, el accidente causará daños por 100. Supongamos también que el causante puede no tomar precauciones o puede tomar precauciones moderadas o altas a los costos indicados en

⁸ "Vicarious liability rests on the idea that firms can control the conduct of their agents. Assigning liability to firms promises to reduce legal violations by encouraging firms (really managers) to influence agent behavior". Ver: BUELL, Samuel. "Potentially Perverse Effects of Corporate Civil Liability". En: Prosecutors in the Boardroom. Using Criminal Law to Regulate Corporate Conduct. Anthony S. Barkow y Rachel E. Barkow Editores. Nueva York: New York University Press. 2011. p. 87.

⁹ "Retributive damages fulfill the punishment objective of extracompensatory damages. These instructions apply only to defendants who have committed misconduct that you have found to be malicious or reckless in nature. If you do not think, based on clear and convincing evidence, that the conduct in question was malicious or reckless in nature, do not award retributive damages. Malicious conduct is that conduct which was done with a purpose or knowledge of causing harm, and no other legally recognized excuse or justification for the conduct is available as a defense". Ver: MARKEL, Dan. "Retributive Damages: A Theory of Punitive Damages as Intermediate Sanction". Cornell Law Review 94. 2009. p. 336.

¹⁰ La Regla 263 del Código establece lo siguiente: "Si un hombre pierde las ovejas confiadas a su cuidado, entonces será condenado a restituir oveja por oveja al dueño". Por su parte, la Regla 265 del Código establece lo siguiente: "Si un pastor al que se ha confiado ganado para pastar, roba el ganado, lo vende y miente al dueño, entonces será condenado a restituir el ganado robado multiplicado por diez". Como se notará, la primera regla se centra en el incumplimiento del encargo per se, mientras que la segunda regla se centra en el incumplimiento doloso del encargo. El remedio aplicable en el primer supuesto es compensatorio, mientras que el remedio aplicable en el segundo supuesto es súper-compensatorio. Es evidente que cada una de las reglas en persigue objetivos diferentes en el terreno de los incentivos.

¹¹ SMITH, Len; ROBERSON, Gale; MANN, Richard y Barry ROBERTS. "Business Law". Nueva York: West Publishing Company. 1982. p. 135.

el cuadro siguiente. Supongamos finalmente que las referidas precauciones impactan en la probabilidad del accidente en los porcentajes indicados en el cuadro siguiente¹²:

Nivel de Precaución	Costo de Precaución	Probabilidad de Accidente	Pérdida Esperada	Costo Social Total
Bajo	0	15%	15	15
Moderado	3	10%	10	13
Alto	6	8%	8	14

Si el sistema legal establece *ex ante* que no existe responsabilidad por el accidente, el potencial causante no tomará precauciones, pues de hacerlo incurrirá en costos sin obtener beneficios (reducción de la probabilidad de causar accidente y, por ende, de la probabilidad de tener que pagar una indemnización). La inexistencia de responsabilidad, por tanto, genera resultados ineficientes en la medida en que no induce a tomar el nivel de precaución que genera el menor costo social.

Si el sistema legal establece *ex ante* que el accidente está sujeto a un régimen de responsabilidad objetiva, el causante será responsable por el daño al margen del nivel de precaución que tome. En este contexto, como quiera que el causante tendrá que asumir la totalidad del costo social, el potencial causante tendrá incentivos para tomar el nivel de precaución que minimice tal costo (en este caso, el nivel moderado). Esto significa que la regla de responsabilidad objetiva induce a tomar el nivel óptimo de precaución.

Si el sistema legal establece *ex ante* que el accidente está sujeto a un régimen de responsabilidad subjetiva, el causante solo indemnizará si es que no toma el nivel

óptimo de precaución, esto es, si es que no actúa diligentemente. Si los jueces tienen información perfecta y determinan que el nivel óptimo de precaución es el que minimiza el costo social total (en este caso, el nivel moderado), el potencial causante tendrá incentivos para tomar dicho nivel de precaución. Esto significa que, bajo las premisas indicadas, la regla de responsabilidad subjetiva tiene el mismo efecto que la regla de responsabilidad objetiva.

Si bien en teoría la responsabilidad objetiva y la responsabilidad subjetiva pueden generar los mismos incentivos de eficiencia, existen diferencias importantes entre ellas. En primer lugar, no es seguro que los jueces tengan información perfecta y determinen que el nivel óptimo de precaución es aquel que efectivamente minimiza el costo total social. Si erróneamente los jueces consideran que el nivel óptimo de precaución es el nivel alto, el resultado será ineficiente. En segundo lugar, bajo la responsabilidad objetiva los jueces solo necesitan determinar la magnitud de la pérdida, mientras que bajo la responsabilidad subjetiva los jueces necesitan determinar, además de la magnitud de la pérdida, el nivel óptimo de precaución. Esto implica que los costos de los procesos son diferentes.

Supongamos ahora que, de ocurrir, el accidente causará daños por 100. Supongamos también que causante y víctima pueden no tomar precauciones o pueden tomar algunas precauciones a los costos indicados en el cuadro siguiente. Supongamos finalmente que las referidas precauciones impactan en la probabilidad del accidente en los porcentajes indicados en el cuadro líneas abajo¹³:

Si el sistema legal establece *ex ante* que no existe responsabilidad por el accidente, la víctima tendrá que asumir sus propios costos.

Nivel de Precaución (Causante)	Nivel de Precaución (Víctima)	Costo de Precaución	Costo de Precaución	Probabilidad de Accidente	Pérdida Esperada	Costo Social Total
Ninguno	Ninguno	0	0	15%	15	15
Ninguno	Alguno	0	2	12%	12	14
Alguno	Ninguno	3	0	10%	10	13
Alguno	Alguno	3	2	6%	6	11

¹² Tomado de: SHAVELL, Steven. "Foundations of Economic Analysis of Law". Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press. 2004. p. 179.

¹³ Tomado de: SHAVELL, Steven. Op. cit. p. 183.

En este escenario, los potenciales causantes no tomarán precauciones, pues de hacerlo incurrirán en costos sin obtener beneficios (disminución de la probabilidad del accidente y, por tanto, de la probabilidad de tener que pagar una indemnización). Las potenciales víctimas, por el contrario, sí tomarán precauciones ya que las mismas generarán cierto beneficio (disminución de la probabilidad de sufrir el accidente y, por tanto, de la probabilidad de tener que asumir una pérdida no deseada). Tales precauciones, sin embargo, no serán las óptimas en la medida en que, unilateralmente adoptadas, no conducen al escenario en el cual el costo total social queda reducido a su más mínima expresión¹⁴.

Si el sistema legal establece ex ante que el accidente está sujeto a un régimen de responsabilidad objetiva, el causante será responsable por el daño al margen del nivel de precaución que tome. En este escenario, cada potencial causante tomará las precauciones que sean más eficientes desde su propia perspectiva. Sin embargo, como las víctimas tendrán derecho a exigir una indemnización al margen de cómo actúen, las potenciales víctimas no tendrán incentivos para tomar precauciones, pues de hacerlo incurrirán en costos sin obtener beneficios. En consecuencia, bajo la regla de responsabilidad objetiva los potenciales causantes tomarán precauciones eficientes para ellos, pero ineficientes para el sistema, ya que ninguna de ellas conducirá al escenario en el que el costo total social queda reducido a su más mínima expresión¹⁵.

Si el sistema legal establece ex ante que el accidente está sujeto a un régimen de responsabilidad objetiva, pero permite al causante oponer la defensa de la negligencia de la víctima, el causante será responsable por el daño solo en la medida en que la víctima no haya actuado negligentemente. Si los jueces establecen que la víctima actúa negligentemente en caso que no tome la precaución óptima que le corresponde, entonces las potenciales víctimas tendrán incentivos para tomar tal precaución: si no lo hacen el causante

podrá liberarse de responsabilidad. En este escenario, cada parte tendrá incentivos para tomar la precaución óptima que le corresponda. Por lo tanto, esta regla induce a tomar el nivel óptimo de precaución¹⁶.

Si el sistema legal establece ex ante que el accidente está sujeto a un régimen de responsabilidad subjetiva, el causante será responsable por el daño solo en la medida en que no haya actuado negligentemente. Si los jueces establecen que el causante actúa negligentemente en caso que no tome la precaución óptima que le corresponde, entonces los potenciales causantes tendrán incentivos para tomar tal precaución: si lo hacen podrán liberarse de responsabilidad. Por su parte, las potenciales víctimas tendrán incentivos para tomar la precaución óptima que les corresponde, pues ellas tendrán que internalizar la totalidad del daño en caso que los causantes hayan actuado diligentemente. Por lo tanto, esta regla también induce a tomar el nivel óptimo de precaución.

En el caso de los accidentes unilaterales tanto el régimen de responsabilidad objetiva como el régimen de responsabilidad subjetiva (bajo ciertas condiciones) conducen al mismo resultado eficiente. Sin embargo, en el caso de los accidentes bilaterales el régimen de responsabilidad objetiva no conduce a un resultado eficiente. Esto significa que lo que es válido para un escenario no necesariamente es válido para otros escenarios.

La elección de un régimen de responsabilidad debe considerar de forma explícita y cuidadosa los efectos que dicho régimen produce en el campo de los incentivos, esto es, en el campo de los factores que determinan el curso de la conducta humana. Si el legislador ignora esto, su decisión puede empeorar significativamente el estado de cosas, a pesar de sus nobles intenciones¹⁷.

IV. ENTORNO COMPLEJO

Todos los negocios se desarrollan en entornos de riesgo e incertidumbre. No existe negocio

¹⁴ SHAVELL, Steven. Op. cit. p. 184.

¹⁵ SHAVELL, Steven. Op. cit. p. 187; FRIEDMAN, David. Op. cit. p. 198.

¹⁶ SHAVELL, Steven. Op. cit.

¹⁷ "We know that people seek to make themselves better off, however they may define that. Our best hope for improving the human condition is to understand why we act the way we do and then plan accordingly. Programs, organizations, and systems work better when they get the incentives right. It is like rowing

que se sustraiga a la posibilidad de fracasar. Existen riesgos a un nivel macroeconómico y riesgos a un nivel microeconómico. Dentro del primer nivel se encuentran, entre otros, el riesgo político del país, el riesgo monetario y el riesgo inflacionario. Dentro del segundo nivel se encuentran, entre otros, el riesgo de cambio de patrones de consumo, el riesgo de mayor competencia y el riesgo de cambio de tecnología.

Los mercados cambian constantemente, más si están globalmente interconectados. Debido al constante desarrollo de la tecnología y a la constante integración de las diferentes industrias, el estado de cosas es permanentemente alterado. El cambio ha pasado a constituir el elemento central de los entornos. Las decisiones de negocio no pueden sustraerse de este factor.

Los directores están encargados de dirigir los negocios y las operaciones de las empresas. Por tal razón, les corresponde adoptar una serie de decisiones particularmente relevantes: elección de los gerentes, definición de las estrategias organizativas, definición de las políticas comerciales, definición de las políticas de gestión de riesgo, definición de las políticas remunerativas, y definición de las políticas y los mecanismos de control y auditoría. Asimismo, les corresponde ejercer la labor de supervisión de los encargados de implementar o ejecutar las diferentes políticas establecidas por el directorio¹⁸.

Como consecuencia del activismo político de diversos movimientos sociales, los sistemas legales han impuesto a los directores la obligación de supervisar aspectos que exceden el ámbito tradicional de la gestión de los negocios. Así, los directores, además de velar por la rentabilidad de los accionistas, ahora deben velar por los derechos de los

trabajadores de la empresa, por los derechos de los consumidores de los productos de la empresa, por los derechos de los acreedores de la empresa, por los derechos de las poblaciones afectadas por las operaciones de la empresa, etcétera. También deben velar por el pago de impuestos, por el respeto a la libre competencia, etcétera¹⁹.

A pesar de la dirección seguida por los sistemas legales, la tarea fundamental de los directores sigue siendo la de dirigir los negocios de la empresa. Debido a que el mundo de los negocios está marcado por el riesgo y la incertidumbre, usualmente las decisiones de los directores producen resultados buenos y resultados malos²⁰. Es imposible que los directores acierten siempre; es imposible que solo tomen decisiones que generen ganancias²¹. Por esta razón, salvo casos excepcionales, la performance de los directores no se analiza en función de cada decisión que adoptan sino en función del resultado del conjunto de decisiones que adoptan en un ejercicio determinado. Los accionistas no exigen rendimientos por día o por mes, sino rendimientos por ejercicio.

V. NECESIDADES EN TENSIÓN

Si los directores no fuesen responsables por las consecuencias de sus decisiones, entonces aquéllos adoptarían decisiones sin tomar precauciones. Por el contrario, si los directores fuesen responsables por las consecuencias de sus decisiones al margen de las precauciones tomadas, entonces aquéllos se inhibirían de adoptar decisiones o, en el mejor de los casos, adoptarían decisiones después de tomar precauciones excesivas. Evidentemente, ninguna de estas situaciones extremas es deseable para los accionistas. Es claro que los directores deben responder, pero no en cualquier caso.

downstream". Ver: WHEELAN, Charles. "Naked Economics. Undressing the Dismal Science". Nueva York: W. W. Norton & Company. 202. p. 42.

¹⁸ HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. "What is Corporate Law? The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach (Reinier Kraakman et al)". Oxford: Oxford University Press. 2005. p. 12.

¹⁹ GRIFFITH, James. "Director Oversight Liability: Twenty-First Century Standards and Legislative Controls on Liability". Delaware Journal of Corporate Law 20. 1995. pp. 675 y 676.

²⁰ Directors, like everyone else, have limited cognitive abilities and live in a world of imperfect information where errors of judgment can be made". Ver: SHARFMAN, Bernard. "The Enduring Legacy of Smith v. Van Gorkom". Delaware Journal of Corporate Law 33. 2008. p. 294.

²¹ Las fallas no sólo son inevitables sino además deseables, ya que incentivan la innovación constante. Como señaló Schumpeter, el capitalismo es un proceso de destrucción creativa.

La tensión entre la necesidad de que los directores respondan por sus decisiones y la necesidad de no lo hagan por cualquier decisión que genere pérdidas ha sido resuelta por el Civil Law mediante la regla de la responsabilidad subjetiva y por el Common Law mediante la Business Judgment Rule ("BJR").

La regla de la responsabilidad subjetiva generalmente determina que los directores tienen que internalizar las pérdidas que ocasionan si es que han actuado con dolo o con culpa grave. Esto significa que los directores han de indemnizar (i) si es que han actuado de manera oportunista, prefiriendo sus intereses o los intereses de terceros sobre los intereses de los accionistas o los de la sociedad; o, (ii) si es que han actuado sin tomar las precauciones mínimas que el caso exige, demostrando falta de profesionalismo.

La BJR determina que los directores están exentos de la revisión judicial de sus decisiones en la medida en que las hayan tomado cumpliendo ciertos requisitos procedimentales²². En primer lugar, los directores deben haber tomado las decisiones con información previa. No es necesario que aquéllos tengan toda la información disponible sino solo aquella que sea razonablemente necesaria dadas las circunstancias del caso. En segundo lugar los directores deben haber actuado con buena fe, esto es, con la

convicción de que las decisiones tomadas constituían las mejores opciones para la empresa. En tercer lugar los directores deben haber actuado sin tener conflicto de interés alguno²³. Si es que los directores cumplen estos requisitos procedimentales, sus decisiones no pueden ser revisadas por las cortes. Esto significa que están exentos del riesgo de tener que indemnizar por las pérdidas que ocasionen sus decisiones.

VI. FALLAS DEL MODELO

Los sistemas legales generalmente imponen a los directores la obligación de indemnizar los daños que ocasionen en la medida en que hayan actuado con dolo o con culpa (grave). La amenaza de tener que internalizar los referidos daños debe generar incentivos apropiados. En efecto, en su deseo de evitar la pérdida que supone asumir los daños ocasionados con negligencia, los directores serán más cuidadosos y prolijos. Esto reducirá la probabilidad de que el directorio tome malas decisiones²⁴. Los que sientan que no tienen las habilidades necesarias o el tiempo necesario para actuar con los niveles de cuidado y prolijidad requeridos, no aceptarán ser directores o dejarán de serlo. Esto mejorará los niveles de eficiencia del directorio²⁵.

Idealmente la responsabilidad subjetiva induce a ser cuidadosos y prolijos; a informarse

²² "The standard formulation of the Business Judgment Rule usually includes the following components: courts will not review the substantive reasonableness of a business decision that is reasonably well informed, made in good faith, and without conflicts of interest, fraud, or illegality." Ver: WEINBERGER, L. Daniel. "The Business Judgment Rule and the Sphere of Sovereignty". *Thomas M. Cooley Law Review* 27. 2010. p. 284.

²³ "The rule is only applied to an affirmative business decision to act or not act. The rule does not apply where the directors have either abdicated their functions, or absent a conscious decision, failed to act. This, seemingly, is recognition that the rule protects the affirmative exercise of the power of corporate governance (...) The decision must be made on a reasonably sufficient amount of information. This is sometimes called a duty of reasonable diligence, but it does not refer to a reasonable substantive decision. It refers to a reasonable decision-making process (...) The business decision is only protected when it is made with the good-faith belief that the action taken was in the best interests of the company (...) To receive protection from the Business Judgment Rule, a decision must be made by corporate directors who are disinterested and independent. Independence means that a director's decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences' that would convert an otherwise valid business decision into a faithless act. Conflicts of interest occur when, for example, the director would get a personal financial benefit from a particular decision not shared by stockholders or where the decision would have an adverse effect on the director that is different from the effect on stockholders (...) Not surprisingly, the Business Judgment Rule is not applied to protect fraudulent or illegal conduct. Nor are ultra vires conduct or waste of corporate assets protected". Ver: WEINBERGER, Daniel. *Op. cit.* pp. 285-287.

²⁴ "In their eagerness to avoid impoverishment through compliance with the rules of liability, directors would exercise enhanced skill and diligence in the discharge of their duties. Consequently, corporations would become more efficient, and in turn consumers and investors would receive further benefits". Ver: CONRAD, Alfred. "A Behavioral Analysis of Directors' Liability for Negligence". *Duke Law Journal*. 1972. p. 897.

²⁵ "While some directors would continue to exercise their duties with intensified care, others would perceive their own unwillingness or ineptitude to reach standards required and, therefore, decide not to be directors. This

adecuadamente y a tomar decisiones razonables. En el mundo real, empero, no es fácil saber si uno está siendo cuidadoso y prolijo, si uno tiene información adecuada, si uno está tomando una decisión razonable. En otras palabras, en el mundo real es difícil tener la certeza, en el momento de la toma de la decisión, de estar actuando diligentemente.

Cuando se cuestiona judicialmente la decisión de los directores, la responsabilidad subjetiva puede convertirse en objetiva si es que el estándar de conducta bajo el cual los directores son juzgados resulta inapropiadamente alto²⁶. En otras palabras, si es que los jueces imponen niveles de precaución altos, la responsabilidad subjetiva, en los hechos, deja de ser tal y pasa a convertirse en una responsabilidad objetiva²⁷.

Debido a que el juicio de responsabilidad por negligencia es en parte empírico y en parte normativo²⁸, los directores no

pueden descartar el riesgo de responder con su patrimonio aun cuando hayan sido razonablemente prudentes. Este riesgo se explica por varios factores.

En primer lugar porque el concepto de diligencia es indeterminado y, por tanto, incierto²⁹. El juez sabe que diligencia significa tomar precauciones razonables, pero no necesariamente sabe en qué consisten tales precauciones en un caso concreto. El juez puede considerar que las precauciones tomadas por los directores no fueron razonables a pesar de que, desde un punto de vista económico, aquéllos hayan invertido recursos de manera eficiente tanto en la adquisición como en la evaluación de la información.

En segundo lugar porque el concepto de diligencia es determinado ex post por el juez, por lo que los directores se encuentran sujetos al riesgo de ser encontrados, de un momento

consequence would gradually eliminate unsuitable persons from board of directors, so that the efforts of those who would continue to serve would be even more effective". Ver: CONRAD, Alfred. Op. cit. pp. 897-989.

²⁶ "(...) much of the law of negligence concerns the identification of the standard of care people have to observe in their dealings with each other. An appropriate duty of care is essential to the Negligence Standard. As will be explained later, an inappropriately high level of care required by law may invalidate the claim that the liability due to its breach is liability for negligence". Ver: RAZ, Joseph. "Responsibility and Negligence Standard". Columbia Law School Public Law and Legal Theory Working Paper Group. 2009. p. 7.

²⁷ "If judges and juries persistently overstate the cognitive abilities of legal actors, then the system of negligence, in practice, might more closely resemble a system of strict liability. When a legal fact finder mistakenly assumes that a reasonable person could have avoided an accident, the factfinder might mistakenly attribute the accident to some unreasonable conduct, rather than to misfortune. Thus, people who are acting reasonably will seem unreasonable when judged under a standard that misstates human abilities. In practice, the system finds people liable even though their behavior conformed to that of the reasonable person. In effect, the system consists of liability without fault, that is, a system of strict liability. The conversion of de jure negligence into de facto strict liability has some adverse effects on the incentives tort law creates and its ability to promote corrective justice". Ver: RACHLINSKI, Jeffrey. "Misunderstanding Ability, Misallocating Responsibility". Cornell Law School. Legal Studies Research Paper Series 05-003. 2005. pp. 29 y 30. En: <http://ssrn.com/abstract=389700>.

²⁸ "It is commonplace to say that in tort cases the function of the decisionmaker –the finder of fact– is to find the facts and then to apply the law to these facts. When the finder of fact is a jury, as it usually is, the court instructs the jury on the law and the jury then applies it. This description entails only two moves: fact-finding and law applying. The description is perfectly suitable when all the facts that the jury must find are empirical –that is, when the facts are out in the world, so to speak. In a battery case, for example, the jury may have to decide whether the defendant intended to punch the plaintiff in the nose, and then apply the law of battery to this fact. When all the "facts" are not empirical, however, the task of the finder of fact involves three steps, not just two. In logical order, the finder of fact must (1) find the empirical facts, including what the defendant did; (2) determine how much and what kind of care was reasonable given these facts; and (3) apply the law of negligence to these findings, by deciding whether the defendant behaved in accordance with the norm identified in step (2). It has long been recognized that step (2) involves a very different function than step (1), because the former is entirely empirical, whereas the latter is evaluative". Ver: ABRAHAM, Kenneth. "The Trouble with Negligence". *Vanderbilt Law Review* 53. 2001. p. 1190.

²⁹ "Hemos visto que la diligencia es un esquema o marco de conducta que carece de significado en sí mismo. Lo que le da valor es la integración de su contenido mediante un determinado módulo de comportamiento. La diligencia aparece como la conducta inspirada o peculiar de aquel modelo de comportamiento, o como lo que debería hacerse si se quisiera actuar en la práctica dicho modelo. El dato esencial no es la diligencia misma como designación de una conducta sino el modelo que la integra, que es el señalará el contenido concreto que tendrá dicha designación en cada caso". Ver: BADOSA, Ferrán. "La Diligencia y la Culpa del Deudor en la Obligación Civil". *Bolonia: Publicaciones del Real Colegio de España*. 1987. p. 77.

a otro, negligentes por una decisión tomada en el pasado³⁰. No existe posibilidad alguna de que al momento de tomar la decisión los directores reciban una validación legal de diligencia que los exima de contingencias legales.

En tercer lugar porque el juez evalúa las decisiones tomadas por los directores con información sesgada suministrada por la parte demandante. Esta información es generalmente más amplia y precisa que la información que los directores tenían al momento de discutir y optar. También es generalmente más amplia y precisa que la información que aportan los directores en su defensa³¹. Esto usualmente genera que el juez no reproduzca fielmente las circunstancias bajo las cuales los directores tomaron las decisiones y, por tanto, tienda a encontrar comportamientos negligentes ahí donde no los había.

En cuarto lugar porque los jueces tienen escaso o nulo entendimiento de los negocios, por lo que es posible que juzguen las decisiones tomadas por los directores desde una óptica ajena a la que resulta razonable o entendible en un mundo en el que el riesgo es el factor constante³². La poca o nula capacidad de los jueces para analizar las decisiones de negocio ha generado que ciertas jurisdicciones impidan la revisión judicial de tales decisiones en la medida en que los directores cumplan ciertos requisitos procedimentales a la hora de tomarlas.

Como seres racionales y emocionales, tenemos la tendencia de evitar los castigos, las

pérdidas, las sanciones. La teoría prospectiva del comportamiento nos ha enseñado que tememos más a perder lo que ya tenemos que a perder lo que podemos tener en el futuro³³. En otras palabras, preferimos dejar de ganar lo que aún no tenemos a perder lo que ya tenemos, aun cuando los montos involucrados sean los mismos en ambos casos.

La amenaza de la responsabilidad subjetiva no atrae a personas prudentes; al contrario, las aleja. Si el sujeto A no cuenta con activos o recursos, nada tendrá que perder si es que es demandado por la sociedad o los accionistas. Ese sujeto seguramente aceptará ser director. La responsabilidad subjetiva será indiferente para él. Sin embargo, ¿será prudente? Difícilmente. Como nada tendrá que perder, el sujeto A estará ávido de tomar más riesgo del deseado. Si el sujeto B cuenta con un patrimonio considerable, entonces algo tendrá que perder. Una indemnización podrá afectar parte de su patrimonio, pero seguramente no provocará su quiebra. La responsabilidad subjetiva no será indiferente para él, pero tampoco lo disuadirá de participar en un directorio. Si el sujeto C cuenta con un patrimonio forjado en base a su esfuerzo, dedicación, excelencia profesional, buena reputación, ese sujeto tendrá mucho que perder. Una indemnización podrá liquidar su patrimonio. Es cierto que la responsabilidad subjetiva implica que solo cabe el pago de una indemnización en caso de dolo o culpa. Sin embargo, ¿qué garantía tiene el sujeto C de que un juez realizará un

³⁰ "A second similar technique is used where the sphere to be controlled is such that it is impossible to identify a class of specific actions to be uniformly done or forbore and to make them the subject of a simple rule, yet the range of circumstances, though very varied, covers familiar features of common experience. Here common judgments of what is 'reasonable' can be used by the law. This technique leaves to individuals, subject to correction by a court, the task of weighing up and striking a reasonable balance between the social claims, which arise in various unanticipated forms. In this case they are required to conform to a variable standard before it has been officially defined, and they may learn from a court only ex post facto when they have violated it, what in terms of specific actions or forbearances, is the standard required of them (...) The most famous example of this technique in Anglo-American law is the use of the standard of due care in cases of negligence". Ver: HART, Herbert. "The Concept of Law". Oxford: Oxford University Press. 1994. p. 132.

³¹ Generalmente el plazo para demandar es más extenso que el plazo para contestar la demanda. Por consiguiente, los demandantes tienen una ventaja comparativa en lo que se refiere a la capacidad de obtener información relevante que sustente su posición.

³² "The circumstances surrounding a corporate decision are not easily reconstructed in a court room years later, since business imperatives often call for quick decisions, inevitably based on less than perfect information." Ver: HANKS, James. "Evaluating Recent State Legislation on Director and Officer Liability Limitation and Indemnification". *The Business Lawyer* 43. 1988. p. 1209.

³³ "People hate losses (and their automatic systems can get pretty emotional about them). Roughly speaking, losing something makes you twice as miserable as gaining the same thing makes you happy. In more technical language, people are loss averse". Ver: SUNSTEIN, Cass y Richard THALER. "Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness". Londres: Penguin Books. 2009. p. 33.

análisis correcto del nivel de precauciones tomado por el directorio? Recordemos que generalmente el juez no puede reproducir las circunstancias en las que el directorio tomó la decisión ni puede valorar, desde una perspectiva de negocios, la racionalidad de dicha decisión. A menos que cuente con la cobertura de un seguro de responsabilidad civil, la responsabilidad subjetiva lo disuadirá de participar en un directorio³⁴.

Al sujeto A la responsabilidad subjetiva no lo aleja, pero nadie desea al sujeto A. Al sujeto B la responsabilidad subjetiva tampoco lo aleja, dada la magnitud de su patrimonio. Pero el sujeto B es parte de un grupo reducido, que no es capaz de satisfacer la demanda de directores. Al sujeto C la responsabilidad subjetiva sí lo aleja. Paradójicamente, el sujeto C es el más valioso para el mercado. A fin de atraer al sujeto C, las empresas deben ofrecerle la cobertura de un seguro de responsabilidad civil. Esta solución, sin embargo, no está exenta de problemas.

En primer lugar la oferta de cobertura suele ser insuficiente. En efecto, las compañías de seguro no suelen otorgar cobertura respecto

de ciertos daños (por ejemplo los producidos al medio ambiente) o respecto de ciertas industrias³⁵. En segundo lugar el costo del seguro es asumido, en última instancia, por los accionistas de la empresa, esto es, por los que deben ser protegidos por el régimen de responsabilidad civil. Por lo tanto, en términos reales la responsabilidad civil pierde sentido económico, ya que no traslada la pérdida de la víctima al causante (o responsable).

VII. MOMENTO DE CRISIS

En 1985 la Corte Suprema de Delaware resolvió en última instancia el caso *Smith v. Van Gorkom*. En la sentencia la Corte en cuestión halló personalmente responsables a los directores de *Trans Union Corporation* (“*Trans Union*”) por haber incumplido el *duty of care*³⁶ en el contexto de una operación de fusión.

En el verano de 1980, Jerome Van Gorkom, CEO de *Trans Union* estaba convencido de que la compañía estaba subvaluada debido a la imposibilidad de utilizar importantes créditos fiscales³⁷. Sin consultar con el directorio, Van Gorkom empezó negociaciones con Jay A.

³⁴ “Under section 11 of the Securities Act of 1933, a director could become liable for the entire amount of the registered share issue, which could easily run into tens of millions. Who would undertake a dictatorship with even a moderate probability of being liable for any of these amounts in return for director’s fees of a few thousand of dollars? Perhaps it would not scare off Ralph Nader, who reportedly has no wealth to lose, but, by the same token, the possibility of huge losses would not deter him from negligence. Perhaps Henry Ford would not be scare off, since his concern with preserving his billion-dollar stake in the company justifies the risk of 500 million dollars (...) For a moderately successful engineer, lawyer, banker or executive, however, it would be simple improvidence to risk losing his fortune of a few hundred thousand or a few million dollars, when the only gain would be a few thousands in fees”. Ver: CONRAD, Alfredo. Op. cit. p. 899.

³⁵ “The belief is widespread that if only directors were willing to pay the price, private insurance markets would be able to provide directors with effective protection from non-trivial financial losses related to corporate wrongdoing. Unfortunately, the gulf between perception and reality respecting the availability of directors’ insurance coverage is large. In an analysis of the directors’ and officers’ (D&O) insurance market (...) D&O coverage is subject to abrupt and quite dramatic fluctuations in supply. These supply fluctuations can be measured in a number of ways: price and deductible increases, coverage exclusions and compression of coverage periods. The most distressing problems are related to growth in excluded categories of insurance and in coverage restrictions. The use of these restrictions means that at some points in the insurance-cycle coverage for certain D&O liability risks will not be available at any price”. Ver: DANIELS, Ronald. “Must Boards Go Overboard? An Economic Analysis of the Effects of Burgeoning Statutory Liability on the Role of Directors in Corporate Governance”. *Canadian Business Law Journal* 24. 1995. pp. 249 y 250.

³⁶ El Common Law impone dos deberes fiduciarios a los directores: el *duty of care* y el *duty of loyalty*. El *duty of care* requiere estar atento a los negocios de la empresa, estar razonablemente informado sobre la marcha de tales negocios y tomar decisiones en bases a consideraciones racionales. El *duty of loyalty*, por su parte, requiere actuar con buena fe, evitando conflicto de intereses y buscando en todo momento beneficiar a la sociedad. Ver: COX, James; HAZEN, Thomas Lee y Hodge O’NEIL. “Corporations”. Nueva York: Aspen. 1997. pp. 180 y siguientes.

³⁷ “By the late 1970s, *Trans Union*’s cash flow amounted to hundreds of millions of dollars per year, which left the firm with substantial and growing cash reserves. Despite that seeming good fortune, *Trans Union* found itself in an unusual tax quandary. Its core railroad car leasing business generated substantial depreciation deductions, which significantly reduced its taxable income. At the same time, however, that business also generated substantial Investment Tax Credits (ITCs). Under the then-existing law, companies that made certain major capital investments, such as buying railroad cars, received a number of ITCs proportional to the size of the investment. Like most other tax credits, the ITCs allowed a dollar for dollar reduction in a

Pritzker, accionista controlador de Marmon Group, a fin de fusionar Trans Union con una subsidiaria de Marmon Group que pudiera utilizar los referidos créditos fiscales. En los últimos cinco años el precio de la acción de Trans Union había oscilado entre 24 y 39 Dólares Americanos. Van Gorkom sugirió a Pritzker un precio por acción ascendente a 55 Dólares Americanos. Después de varias reuniones de negociación el 18 de septiembre de 1980 Pritzker realizó una oferta formal de 55 Dólares Americanos por acción de Trans Union. El plazo de la oferta era de tres días.

El 19 de septiembre Van Gorkom convocó a una sesión de directorio a llevarse a cabo el día siguiente para discutir la oferta de Marmon Group. Van Gorkom empezó la sesión con una presentación de veinte minutos sobre los términos de la fusión. Van Gorkom solicitó al directorio dar a los accionistas la oportunidad de aceptar o rechazar la oferta. Van Gorkom nunca mencionó que había sugerido a Pritzker el precio de 55 Dólares Americanos por acción. El CFO de Trans Union hizo saber al directorio que él no había estado enterado de las negociaciones y que en su opinión el precio ofrecido estaba dentro del rango de un precio razonable, pero al inicio de ese rango.

La sesión duró menos de dos horas. Los directores aprobaron la transacción propuesta. El 22 de septiembre Trans Union anunció su fusión con Marmon Group. La aprobación de los accionistas fue obtenida el

10 de febrero de 1981.

Con posterioridad, B. Alden Smith, accionista minoritario de Trans Union, inició un proceso judicial con el fin de dejar sin efecto el cash-out merger entre Trans Union y Marmon Group o, de modo alternativo, recibir el pago de una indemnización. El sustento de su demanda fue la violación del duty of care por parte de los directores de Trans Union, en la medida en que adoptaron la decisión de aceptar la transacción propuesta por Marmon Group sin estar debidamente informados y sin analizar adecuadamente el valor intrínseco de la empresa, a efectos de determinar si el precio ofrecido por Marmon Group era conveniente.

En primera instancia, la Corte de Cancillería de Delaware concluyó que los directores no eran responsables en aplicación de la BJR. Sin embargo, en segunda instancia, con votos divididos (3-2), la Corte Suprema de Delaware concluyó que la actuación del directorio no estaba protegida por la BJR. En opinión de la mayoría, los directores no solo no se informaron adecuadamente respecto del rol de Van Gorkom en la venta de la compañía y del precio de la transacción, sino que tampoco se informaron sobre el valor intrínseco de la compañía. En estas circunstancias, aprobar la venta de la compañía en una reunión de menos de dos horas sin que existiese una situación de crisis o de emergencia constituía un supuesto de negligencia grave³⁸.

company's tax bill. Unfortunately for Trans Union, the depreciation deductions generated by its business essentially left the company with no taxable income against which to apply the tax credits. Worse yet, the tax credits had a five year life. If they were not used during those five years, they expired (...) Trans Union was left with both a large cash surplus and a potentially very valuable asset—the ITCs—that would dissolve one into nothing before its value could be captured. Trans Union management regarded the situation as a “nagging problem” for which they needed a solution. In July 1980, a management report to the board of directors listed such possible solutions as a repurchase of a substantial amount of the outstanding shares of the company, an increase in the dividend, and/or a major acquisition. The latter option received considerable attention in the late summer of 1980. After all, as noted, Trans Union had been actively acquiring smaller companies for many years. Acquisition of two or three large companies with substantial taxable cash flows would dry up some of Trans Union’s substantial cash reserves and provide taxable income against which the ITCs could be offset (...) In August of that year, after returning from a particularly discouraging meeting with Congressional leaders and staffers in Washington, Van Gorkom called a meeting with his senior management team in which the possibility of selling Trans Union to a corporation with a large amount of taxable income for the first time began to receive serious consideration. If properly structured, Trans Union’s tax attributes would survive such an acquisition, permitting the purchaser to use the ITCs to reduce its tax bill. Accordingly, the purchase price would reflect the otherwise difficult to capture value of those ITCs”. Ver: BAINBRIDGE, Stephen. “Smith v. Van Gorkom”. University of California at Los Angeles Law School – Law and Economics Research Papers. 2008. p. 26. En: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1130972.

³⁸ “To summarize: we hold that the directors of Trans Union breached their fiduciary duty to their stockholders (1) by their failure to inform themselves of all information reasonably available to them and relevant to their decision to recommend the Pritzker merger; and (2) by their failure to disclose all material information such as a reasonable stockholder would consider important in deciding whether to approve the Pritzker offer. We hold, therefore, that the Trial Court committed reversible error in applying the business judgment rule in favor of the director defendants in this case. On remand, the Court of Chancery shall conduct an evidentiary hearing to

Los directores justificaron la aprobación del precio ofrecido en función de la magnitud de la prima ofrecida (55 Dólares Americanos v. 24 / 39 Dólares Americanos). Por otro lado, los directores justificaron la aprobación de la oferta en una sesión relativamente corta debido a su sofisticación, entrenamiento y experiencia. El directorio de Trans Union incluía a cuatro CEO de corporaciones líderes en sus industrias y a un economista que había sido decano de una de las escuelas de administración de negocios más prestigiosas. El directorio poseía un experiencia combinada de setenta y ocho años en el mundo de los negocios.

La Corte Suprema de Delaware no aceptó estos argumentos y ordenó que la Corte de Cancillería determinase el valor intrínseco de Trans Union e hizo personalmente responsables a los directores en caso que dicho valor superase la suma de 55 Dólares Americanos por acción. Antes de que la referida corte determinase el valor en cuestión, las partes transaron por la suma de 23.5 millones de Dólares Americanos³⁹.

La decisión del caso Smith v. Van Gorkom provocó una conmoción generalizada en los diferentes mercados afectados⁴⁰. Las compañías de seguro fueron las primeras en responder de forma agresiva al nuevo escenario judicial, incrementando significativamente los precios de las coberturas de los seguros o simplemente dejando de ofrecer tales coberturas⁴¹. Muchos directores presentaron renuncias. Profesionales reconocidos por el mercado rechazaron posiciones en directorios⁴².

Diversos gremios profesionales y empresariales presionaron a la legislatura para que intervenga y mitigue los efectos de la decisión judicial de Smith v. Van Gorkom. El 18 de junio de 1986 la Asamblea General de Delaware aprobó la Sección 102(b)(7) de la Delaware General Corporation Law, a fin de permitir que los accionistas de las empresas incorporadas en Delaware adopten a nivel estatutario cláusulas de exoneración de responsabilidad de los directores por incumplimiento del *duty of care*⁴³. Pronto las asambleas de los demás

determine the fair value of the shares represented by the plaintiffs' class, based on the intrinsic value of Trans Union on September 20, 1980. Thereafter, an award of damages may be entered to the extent that the fair value of Trans Union exceeds \$55 per share." Ver: Smith v. Van Gorkom. Supreme Court of Delaware. 1985. p. 21.

³⁹ "The Delaware Supreme Court majority opinion did not resolve the case. The court remanded the case to the Delaware Chancery Court with instructions for that court to hold an evidentiary hearing to determine damages based on the extent to which the fair value of Trans Union exceeds \$55 per share. Instead, however, the parties reached a settlement in which the plaintiff class received a total cash payment of \$23 million (slightly less than two dollars per share). Approximately \$10 million of the settlement amount was paid by the Trans Union's Board of Directors D&O liability insurance policy. Although some reports have indicated that Jay Pritzker paid \$11 million of the remaining amount, his brother Robert claimed that the Pritzker family in fact paid the entire \$13 million remaining over and above the insurance payout, subject only to a requirement that the defendant directors make a small contribution to charity". Ver: BAINBRIDGE, Stephen. Op. cit. p. 30.

⁴⁰ "The decision's formalism was widely criticized, particularly in the light of prominence of Trans Union's board members, heir depth of background knowledge of the company, the substantial premium involved, and the low probability that an investment bank opinion to the effect that \$ 55 per share was fair price could not have been procured". Ver: BRUNER, Christopher. "Good Faith, State of Mind, and Outer Boundaries of Director Liability in Corporate Law". Wake Forest Law Review 41. 2006. p. 1145.

⁴¹ "The cost of claims increased significantly, and by late 1984 the D&O insurance industry had fallen into 'severe dislocation' reflected in significantly higher prime, higher deductibles, lower policy limits, and narrower scope of coverage. Some insurers simply left the market, and as market capacity declined, some corporations claimed to be unable to obtain the coverage they desired at any price". Ver: BRUNER, Christopher. Op. cit. p. 13.

⁴² "The decision in Van Gorkom was clearly an overcorrection. For example, it was reported that in response to the decision some directors were resigning from their board positions and that others would not even consider board service for fear of the potential personal liability for being uninformed when making a corporate decision. It was also reported that the price of directors' and officers' insurance coverage had increased substantially and that some boards could not get proper coverage at any price". Ver: SHARFMAN, Bernard. "The Enduring Legacy of Smith v. Van Gorkom". Delaware Journal of Corporate Law 33. 2008. p. 302.

⁴³ "It is often said that, absent the protections of the business judgment rule, no rational person would agree to serve as a director. Especially with respect to large public corporations, the potential liability of directors takes on catastrophic dimensions. After Smith v. Van Gorkom, D&O liability insurance became very hard to get. Delaware responded to this purported crisis by adopting § 102(b)(7) of the General Corporation Law, which provides that a corporation's articles of incorporation may (but need not) contain: "A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a

Estados siguieron este ejemplo⁴⁴. Virtualmente todas las compañías públicas de los Estados Unidos de América adoptaron en sus estatutos cláusulas exculporias de responsabilidad por incumplimiento del *duty of care*.

Smith v. Van Gorkom revela dos hechos sumamente importantes. Primero, que los jueces, por más sofisticados que sean, pueden fácilmente aplicar estándares de precaución superiores a los que la ley exige. Al hacer responsables a los directores de Trans Union, los jueces de la Corte Suprema de Delaware aplicaron un estándar de diligencia mayor al de *gross negligence*, que era el que correspondía. Segundo, que los mercados son sumamente sensibles a la condena patrimonial por las decisiones de negocios tomadas por los directores, aun cuando dicha condena se base en un estándar subjetivo.

VIII. INCREMENTO DE COSTOS

El caso Smith v. Van Gorkom demuestra cuán sensibles son los mercados ante una condena de responsabilidad civil. Si los mercados se vieron convulsionados debido a la aplicación de un régimen de responsabilidad subjetiva, es fácil imaginar lo que ocurriría ante la aplicación de un régimen de responsabilidad objetiva. He aquí una lista de posibles consecuencias.

En primer lugar muchos directores renunciarían a fin de no arriesgar su patrimonio personal por las pérdidas que sus

decisiones puedan generar *per se*⁴⁵. El riesgo de no contar con la protección que otorga la defensa de la actuación diligente sería demasiado alto para personas prudentes. Estas renunciaciones no generarían sustituciones eficientes, pues solo personas que con preferencia al riesgo estarían tentadas a servir como directores. Y como sabemos, los inversionistas en general prefieren directores neutrales al riesgo.

En segundo lugar los costos de las coberturas de los seguros de responsabilidad civil se incrementarían de una manera sensible, ya que las compañías de seguro estarían asumiendo más riesgos. En efecto, la pérdida de la posibilidad de que los directores empleen la defensa de la actuación diligente generaría automáticamente el incremento de los niveles de riesgo que las compañías de seguro estarían tomando. Para compensar su exposición a esos mayores niveles de riesgo, las compañías de seguro incrementarían los precios de las coberturas ofrecidas al mercado. Como sabemos, el costo de tales coberturas es pagado por las empresas, no por los directores. Por lo tanto, el incremento de los precios exigidos por las compañías de seguro sería internalizado por los accionistas. Esto significa que, en términos económicos, el mayor costo del régimen de responsabilidad objetiva sería asumido por aquellos a los cuales dicho régimen pretende beneficiar. Es posible que el costo del referido régimen sea menor al beneficio que otorga

director: (i) For any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title [relating to liability for unlawful dividends]; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit". Most public corporations have amended their charters to include such provisions". Ver: BAINBRIDGE, Stephen. Op. cit. p. 26.

⁴⁴ Después de Delaware, cuarenta Estados modificaron sus legislaciones a fin de limitar la responsabilidad patrimonial de los directores. Dichos Estados adoptaron algunos de los siguientes mecanismos: (i) autorización expresa para que los accionistas contemplen provisiones estatutarias que eliminen o limiten cualitativamente la responsabilidad patrimonial de los directores (con ciertas excepciones); (ii) establecimiento de límites cuantitativos para la responsabilidad patrimonial de los directores; (iii) adopción del dolo como único factor de atribución de responsabilidad patrimonial de los directores; (iv) autorización expresa para que las compañías indemnicen a los directores por las demandas presentadas por terceras partes (por ejemplo, acreedores); (v) autorización expresa para que las compañías otorguen indemnizaciones y otros beneficios a los directores demandados; y, (vi) autorización expresa para que las compañías ofrezcan a sus directores mecanismos de cobertura distintos del seguro (por ejemplo, garantías, fideicomisos, cartas de crédito, etcétera).

⁴⁵ "The president of the National Association of Corporate Directors has said that Van Gorkom created perilous times for corporate directors', and has called the decision 'the straw that broke the camel's back' as far as directors are concerned. Clearly the case had the direct effect of frightening directors (...) for example, a business school dean who is a director of eight corporations was quoted as saying: 'I would probably resign from every board on which I serve if I am liable beyond my directors' and officers' insurance'. Regrettably, for this and other directors, Van Gorkom also had the indirect effect of making directors' liability insurance harder to get and substantially more expensive. By mid-1986, a directorship was in danger of becoming what one business writer called a job that nobody wants". Ver: SODERQUIST, Larry. "The Proper Standard for Directors Negligence Liability". Notre Dame Law Review 66. 1990-1991. p. 42.

a los accionistas. Pero es posible también que ocurra lo contrario. Como veremos más adelante, la decisión de optar por un régimen de responsabilidad subjetiva o por un régimen de responsabilidad objetiva debería ser tomada por los accionistas, no por los legisladores, en la medida en que son aquéllos y no éstos los que pueden determinar de mejor manera cuáles son los costos y beneficios comparativos de cada régimen.

En tercer lugar las compañías de seguro reducirían o eventualmente eliminarían ciertas coberturas ofrecidas al mercado. En efecto, ante la posibilidad de tener que asumir el costo de cualquier decisión que genere pérdidas, las referidas compañías no mantendrían la oferta actual para las industrias comparativamente más riesgosas. Esto determinaría que los propios accionistas otorguen a sus directores coberturas de responsabilidad civil. El problema de este esquema de autoseguro es que, a diferencia de las compañías de seguro que distribuyen los riesgos dentro de un mercado cuantitativamente relevante, las empresas que implementen un esquema de autoseguro estarían concentrando tales riesgos. Por lo tanto, la protección otorgada por las empresas a sus directores generaría que aquéllas deban internalizar el 100% de las pérdidas ocasionadas por estos últimos. En un régimen de responsabilidad subjetiva las empresas sí contarían con la cobertura de las compañías de seguro, por lo que no tendrían que internalizar el 100% de las pérdidas ocasionadas por sus directores. Esto significa que vis-a-vis el régimen de responsabilidad objetiva es más costoso.

En cuarto lugar los directorios adoptarían precauciones excesivas antes de tomar cualquier decisión. Los directores tendrían temor (natural) de adoptar decisiones sin

contar con las opiniones de diversos expertos sobre las distintas aristas de la situación⁴⁶. Esto generaría incremento de costos operativos, retraso en la toma de decisiones, pérdida de oportunidades y otros efectos nocivos⁴⁷.

Todas estas consecuencias negativas incrementarían de manera significativa los costos de operación de las empresas que listan sus acciones en bolsa. Por tal razón, muchas empresas interesadas en listar tomarían la decisión de no hacerlo. Eventualmente algunas empresas que listan tomarían la decisión de dejar de hacerlo.

Evidentemente, es posible argumentar que la responsabilidad objetiva no solo tiene costos sino también beneficios. En teoría la posibilidad de solicitar el pago de una indemnización al margen de los niveles de precaución tomados es algo beneficioso para los accionistas. En el mundo real, sin embargo, es imposible saber si la responsabilidad objetiva genera un beneficio para los accionistas. Veamos por qué.

Imaginemos que el directorio de la sociedad X tomó 10 decisiones con resultados positivos (+100) y 5 decisiones con resultados negativos (-50). Imaginemos además que los directores no actuaron con dolo ni con culpa grave. Esto significa que, al amparo de la LGS, los referidos resultados negativos no son indemnizables. Por lo tanto, en este supuesto el efecto neto de las decisiones de los directores es una ganancia de 50 para los accionistas.

En teoría es posible argumentar que si aplicamos al supuesto analizado un régimen de responsabilidad objetiva, el efecto neto sería distinto, ya que los resultados negativos (-50) serían indemnizables. Los accionistas, por tanto, recibirían 100. Bajo esta perspectiva, la responsabilidad objetiva sería beneficiosa para los accionistas. El problema

⁴⁶ "Van Gorkom probably has resulted in many board decisions being over-processed. In many cases, even relatively minor board decisions are subjected to exhaustive review, with detailed presentations by experts. Why? The answer lies in the incentive structures of the relevant players. Who pays the bill if the director is found liable for breaching the duty of care? The director. Who pays the bill for hiring lawyers and investment bankers to advise the board? The corporation and, ultimately, the shareholders. Suppose you were faced with potentially catastrophic losses, for which somebody offered to sell you an insurance policy. Better still, you don't have to pay the premiums, someone else will do so. Buying the policy therefore doesn't cost you anything. Would not you buy it?". Ver: BAINBRIDGE, Stephen. Op. cit. p. 29.

⁴⁷ "Directors may refuse to make decisions unless they are supplied with opinions of accountants certifying the accuracy of financial statements, appraisers' estimates of the value of properties, forecast by management consultants of profit prospects, engineers' analyses of production costs, and lawyers' opinions about the legality of a course of conduct". Ver: CONRAD, Alfredo. Op. cit. p. 904.

de este razonamiento radica en que supone que el cambio de régimen de responsabilidad no impacta en el comportamiento de los directores a la hora de tomar decisiones.

En el supuesto analizado los directores tomaron 15 decisiones en función de la premisa de que las eventuales pérdidas que esas decisiones generen no serían indemnizables en la medida en que no hubiese mediado dolo o culpa grave. Si los directores hubiesen sido informados de que la defensa de la falta de dolo o de culpa grave no era aplicable, es bastante probable que aquéllos hubiesen dejado de tomar algunas decisiones. En otras palabras, si los directores hubiesen estado expuestos al riesgo de tener que indemnizar por los resultados negativos que sus decisiones generen, al margen de las precauciones tomadas, es bastante probable que aquéllos hubiesen tomado, no 15 decisiones, sino tan solo 3. Como es obvio, a menor número de decisiones, menor rentabilidad esperada. Esto significa que, bajo el régimen de responsabilidad objetiva, es posible que los resultados positivos hubiesen ascendido, no a 100, sino a 30.

Por consiguiente, la afirmación de que la responsabilidad objetiva beneficia a los accionistas es puramente especulativa.

IX. PRIMACÍA DE LOS ACUERDOS

Existe un debate sumamente interesante acerca de los mecanismos que el sistema legal debe utilizar para que las personas se comporten de una manera beneficiosa (eficiente, moralmente aceptable, etcétera). Por un lado, tenemos a las sanciones; por

el otro a los incentivos⁴⁸. Es evidente que el sistema legal no puede operar solo con sanciones o solo con incentivos; el sentido común nos indica que el referido sistema debe operar con ambos mecanismos⁴⁹. En qué medida debe operar con un mecanismo o con otro es algo que suscita constantes polémicas.

El marco legal que determine las consecuencias de una performance inadecuada de los directores no puede estar compuesto solo por incentivos (por ejemplo bonos, premios, incrementos remunerativos, etcétera). En efecto, si el referido marco solo determinara la pérdida de bonos, premios o incrementos remunerativos en caso de performance inadecuada, los directores actuarían de forma más arriesgada de la que lo harían en caso de estar expuestos al pago de indemnizaciones por las consecuencias de tal performance. Sería notoriamente excepcional que los directores actuasen con prudencia si pudiendo participar de las ganancias generadas con patrimonio ajeno sin estar expuestos al riesgo de internalizar las pérdidas infringidas a dicho patrimonio.

En términos generales los directores solo actuarán con neutralidad al riesgo cuando el marco legal que establezca las consecuencias de su performance incluya sanciones en la ecuación⁵⁰. Si los directores saben que sus malas decisiones generarán consecuencias de orden patrimonial que deben internalizar, entonces aquéllos no tomarán más riesgo del que los inversionistas usualmente toleran.

Los directores tienen que ser patrimonialmente responsables por su performance, pero no de manera objetiva ni de manera ilimitada. La responsabilidad es necesaria; pero solo en

⁴⁸ “I define a carrot here as a welcome change against a given, usually pre-existing, policy baseline; a stick is simply an unwelcome change in the opposite direction (...) Carrots and sticks can take many forms. Being relieved from an obligation one expects to have can be a carrot. For instance, suppose I expect to have to pay \$10,000 in income taxes at the end of the year. To avoid some awkward moments, such as audits and jail time, I set aside that amount in anticipation of the bill. Congress changes the law so that my tax bill will be only \$9,000 if I buy a hybrid car. Now, as soon as I roll off the dealer’s lot with my new Prius, I have an extra grand to spend that I didn’t expect. So these kind of “tax expenditures,” as they are sometimes known, count as carrots, even though in a sense they are just relief from some other burden. A stick can be the opposite. When the federal government threatens to withhold highway dollars from states if they don’t increase their drinking age to twenty-one, as it did to prompt the famous Supreme Court case *South Dakota v. Dole*, that is a stick: a denial of some portion of an expected benefit”. Ver: GALLE, Brian. “The Tragedy of the Carrots: Economics and Politics in the Choice of Price Instruments”. *Stanford Law Review* 64. 2012. pp. 803-804.

⁴⁹ La Regla 17 del Código de Hammurabi establece lo siguiente: “Si alguien encuentra a un esclavo huyendo en campo abierto y lo entrega a su dueño, entonces tendrá derecho a recibir dos monedas de plata de parte del dueño del esclavo”. Por otro lado, la Regla 19 del mismo Código establece lo siguiente: “Si alguien encuentra a un esclavo huyendo en campo abierto y lo esconde en su casa, entonces será condenado a muerte”.

⁵⁰ Los directores podrán considerar que la pérdida del bono anual es el precio que tiene que pagar por sus decisiones arriesgadas. Difícilmente, sin embargo, aquéllos podrán considerar que la condena

cierta dosis. Sin responsabilidad, se generan incentivos para la toma de riesgo por encima de los niveles deseados. Con responsabilidad objetiva e ilimitada, se generan desincentivos para aceptar el encargo o, en el mejor de los casos, para actuar con el sentido de oportunidad y de riesgo que los negocios exigen.

Ronald Coase contribuyó notablemente al entendimiento de la importancia que tienen las leyes cuando los costos de transacción son altos. Si los costos de lograr una solución negociada son bajos, la solución más eficiente provendrá de los acuerdos que adopten las personas, al margen de lo que las leyes establezcan. Si, por el contrario, los costos de transacción son altos, la solución más eficiente tendrá que provenir de las leyes, no de los acuerdos que adopten las personas, en la medida en que éstos son escasos⁵¹.

Las empresas surgen de contratos. Las adquisiciones de acciones, a través de mecanismos centralizados o no centralizados, también surgen de contratos. Éste es un ámbito en el que los costos de transacción son bajos. La responsabilidad civil de los directores constituye un mecanismo de protección de los accionistas e inversionistas contra las pérdidas generadas por ciertas decisiones tomadas por aquéllos. Debido a que los costos de transacción son bajos, es claro que la solución más eficiente supone dejar en los accionistas fundadores la libertad de determinar el nivel de protección que requieren respecto de la actuación de sus directores. Ellos tienen más y mejor información respecto de sus preferencias y sus niveles de tolerancia al riesgo. El

legislador no debe suplantar su decisión ya que simplemente no conoce qué es lo que los accionistas e inversionistas quieren.

Si el sistema legal permite que los accionistas y los inversionistas elijan el sistema de responsabilidad aplicable a los directores, el mercado alineará a los inversionistas neutrales al riesgo con los directores neutrales al riesgo, y a los inversionistas preferentes al riesgo con los directores preferentes al riesgo. Los accionistas que consideren que solo deben ser protegidos por un sistema de responsabilidad subjetiva seguramente atraerán a directores prudentes que no exijan remuneraciones comparativamente altas para compensar el riesgo de ser demandados por cualquier decisión que genere pérdidas, ni seguros de responsabilidad civil especialmente costosos. Por su parte, los accionistas que consideren que deben ser protegidos por un sistema de responsabilidad objetiva seguramente atraerán a directores a los que no les importa mucho el riesgo de ser demandados por cualquier decisión que genere pérdidas. Eventualmente estos accionistas tendrán que pagar remuneraciones comparativamente altas y ofrecer seguros de responsabilidad civil especialmente costosos. Los inversionistas, según sus preferencias, comprarán acciones de la empresa que se rige por un sistema de responsabilidad subjetiva o por un sistema de responsabilidad objetiva. El mercado alineará, a costos bajos, las preferencias e intereses de todos.

El sistema legal no debe imponer un régimen de responsabilidad civil de los directores, pues tal cosa solo genera barreras (costos) para que esta alineación de preferencias e

indemnizatoria tiene el mismo sentido. En efecto, como quiera que la referida condena supone, entre otras cosas, la existencia de un reclamo de los accionistas que se sienten defraudados y la desaprobación pública de su performance, los directores normalmente la conceptualizarán como sanción. Esta diferencia en la categorización es fundamental, ya que la evidencia empírica demuestra que los precios tienden a alentar las acciones, mientras que las sanciones tienden a disuadirlas. Una explicación interesante con ejemplos de la vida ordinaria se encuentra en: LEVITT, Steven y DUBNER, Stephen. "Freakonomics". Traducción de Andrea Montero. Barcelona: Ediciones B. 2006. pp. 29 y siguientes.

⁵¹ "The same approach which, with zero transactions costs, demonstrates that the allocation of resources remains the same whatever the legal position, it also shows that, with positive transactions costs, the law plays a crucial role in determining how resources are used. But it does more than this. With zero transaction costs, the same result is reached because contractual arrangements will be made to modify the rights and duties of the parties so as to make it in their interest to undertake those actions which maximize the value of production. With positive transaction costs, some or all of these contractual arrangements become too costly to carry out. The incentives to take some of the actions which would have maximized the value of production disappear. What incentives will be lacking depends on what the law is, since this determines what contractual arrangements will have to be made to bring about those actions which maximize the value of production". Ver: COASE, Ronald. "Notes on the Problem of Social Cost". En: *The Firm, the Market and the Law*. Londres: The University of Chicago Press. 1988. p. 178.

intereses se produzca de manera natural. Los accionistas e inversionistas deben tener la posibilidad de decidir, sin restricciones, el régimen de protección que requieren frente a la performance de sus directores. Si los accionistas tienen la posibilidad de decidir, entre otras cosas, la retribución (premio) de los directores, ¿por qué se les impide decidir la responsabilidad (castigo) de los mismos?

Por supuesto que el sistema legal debe establecer un régimen supletorio de responsabilidad civil de los directores. Ese régimen no puede ser uno de naturaleza objetiva. Como hemos visto, dicho régimen genera una serie de costos para los accionistas. En teoría, dicho régimen genera un beneficio para los accionistas: amplía el espectro de la posibilidad de demandar a los directores por su performance. No existe, empero, evidencia empírica de la magnitud de ese beneficio. En efecto, no es posible saber si la posibilidad de demandar a los directores por cualquier daño genera un beneficio concreto a los accionistas, ya que es perfectamente posible que los directores dejen de tomar decisiones justamente para evitar ser demandados por cualquier daño. Esto, evidentemente, puede

generar un menor retorno de la inversión. Si eso ocurre, la responsabilidad objetiva no habrá generado beneficio alguno para los accionistas.

Existen, por el contrario, buenas razones para considerar que el régimen supletorio debe ser uno de carácter subjetivo. En primer lugar, es un hecho verificable que la legislación comparada adopta el régimen de responsabilidad subjetiva. Los mercados y los legisladores de otros países han tenido la posibilidad de optar por un régimen de responsabilidad objetiva; si no lo han hecho, es obvio que tienen buenas razones para ello. En segundo lugar, es un hecho verificable que un régimen de responsabilidad subjetiva genera menos costos que un régimen de responsabilidad objetiva. En tercer lugar, es un hecho que verificable los mercados se alteran (entran en crisis) cuando los directores son condenados a indemnizar a los accionistas. En cuarto lugar, no existe evidencia de que un régimen de responsabilidad objetiva proteja más a los accionistas, ya que bajo dicho régimen es probable que los directores dejen de tomar ciertas decisiones de negocio y, por tanto, que las ganancias se reduzcan.