

Benito Arruñada
Catedrático de Organización de Empresas
Universidad Pompeu Fabra

La criminalización del derecho societario: Esbozo para un análisis crítico¹

(Boletín del Círculo de Empresarios, núm. 62, 1er. trimestre, 1997, 99-132)

Este comentario analiza las repercusiones del tratamiento dado a los delitos societarios en la nueva redacción del Código penal. Se discuten en él principalmente tres asuntos: la previsible inaplicabilidad de la norma, el cuestionable mérito de los fines últimos que persigue y la dudosa adecuación de los medios puestos en práctica para lograrlos. Se argumenta que en cada una de estas tres dimensiones existe un margen de duda razonable acerca de la bondad y oportunidad de la nueva norma.

¹ El autor agradece el apoyo de la DGES a través del proyecto PB95-0989.

1. Introducción: Los delitos societarios en el nuevo Código penal

El nuevo Código penal (en lo sucesivo, CP²) intenta dar un tratamiento criminal efectivo y elevar las penas de los crímenes de índole financiera. Con anterioridad a esta reforma legislativa, la aplicación al ámbito societario de los tipos penales tradicionales, como los de apropiación indebida, estafa y falsedades, venía siendo muy difícil, debido, al parecer, a lo cambiante de la situación y a que dichos tipos estaban pensados para proteger el patrimonio personal³, mientras que las conductas que ahora se han penalizado no tenían encaje fácil entre los delitos contra el patrimonio, como estafas, apropiaciones indebidas y maquinaciones para alterar el precio de las cosas⁴. Por ejemplo, en la materia del art. 295, relativo a defraudaciones patrimoniales o administración desleal o fraudulenta de bienes ajenos, la jurisprudencia del Tribunal Supremo “venía entendiendo que en tales casos no concurrían los delitos de estafa o apropiación indebida”⁵.

Consiguientemente, la nueva redacción del Capítulo XIII del CP tipifica y castiga los siguientes “delitos societarios”: (1) falsear las cuentas sociales (art. 290); (2) imponer acuerdos abusivos prevaleciendo de posición mayoritaria (art. 291); (3) adoptar acuerdos perjudiciales para la sociedad o sus socios valiéndose de mayoría ficticia (art. 292); (4) impedir o negar ciertos derechos a los socios (art. 293)⁶; (5) obstruir la labor inspectora de la Administración (art. 294); y (6) administrar con deslealtad los bienes sociales (art. 295). (7) Adicionalmente, el art. 285 castiga la contratación con información privilegiada, que ya fue penalizada en 1991 por Ley Orgánica de 22 de marzo. La Tabla 1 adjunta resume la definición de estos delitos y las penas a ellos asociadas, así como los artículos de la Ley de sociedades anónimas con los que se conectan.

² Aprobado por Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre (*Boletín Oficial del Estado* de 24 de noviembre).

³ Véase, p. ej., Martínez-Pereda (1996, p. 354).

⁴ Véase Rodríguez Ramos (1996, p. 75).

⁵ Ídem, p. 91.

⁶ Estas conductas han de ser dolosas (ha de existir voluntad deliberada de cometer el delito, a sabiendas de su carácter delictivo) en virtud del art. 12 CP, no bastando la culpa o imprudencia. Para diferenciar el injusto penal del civil o mercantil, se suele exigir, además, el ánimo de perjudicar el patrimonio del socio o de la sociedad (Rodríguez Ramos, 1996, p. 88).

Tabla 1. Resumen de la reforma del Código penal en materias relevantes para la administración de sociedades

| N.º de art. CP y referencia | Delito | Penas de prisión | Penas de multa | Arts. LSA (LSL) |
|--------------------------------------|--|---------------------------|-------------------------------|------------------------------|
| 290. Falsedad de cuentas | Los administradores, de hecho o de derecho, de una sociedad constituida o en formación, que falsearen las cuentas anuales u otros documentos que deban reflejar la situación jurídica o económica de la entidad, de forma idónea para causar un perjuicio económico a la misma, a alguno de sus socios, o a un tercero. | 1-3 años | 6-12 meses | 171 ss., 133 (63 LSL) |
| | Ídem con perjuicio económico | 1-3 años | 9-12 meses | |
| 291. Abuso de mayoría real | Los que, prevaliéndose de su situación mayoritaria en la Junta de accionistas o el órgano de administración de cualquier sociedad constituida o en formación, impusieren acuerdos abusivos, con ánimo de lucro propio o ajeno, en perjuicio de los demás socios, y sin que reporten beneficios a la misma. | 6 meses-3 años | tanto al triplo del beneficio | 93 ss., 115 ss., 133 |
| 292. Abuso de mayoría ficticia | los que impusieren o se aprovecharen para sí o para un tercero, en perjuicio de la sociedad o de alguno de sus socios, de un acuerdo lesivo adoptado por una mayoría ficticia, obtenida por abuso de firma en blanco, por atribución indebida del derecho de voto a quienes legalmente carezcan del mismo, por negación ilícita del ejercicio de este derecho a quienes lo tengan reconocido por la Ley, o por cualquier otro medio o procedimiento semejante. | Ídem. | Ídem. | 102 ss., 133 (53 LSL) |
| 293. Derechos minorías | Los administradores de hecho o de derecho de cualquier sociedad constituida o en formación, que sin causa legal negaren o impidieren a un socio el ejercicio de los derechos de información, participación en la gestión o control de la actividad social, o suscripción preferente de acciones reconocidas por las Leyes. | - | 6-12 meses | 48.2, 112, 144, 155 ss., 293 |
| 294. Actividad reguladora | Los que, como administradores de hecho o de derecho de cualquier sociedad constituida o en formación, sometida o que actúe en mercados sujetos a supervisión administrativa, negaren o impidieren la actuación de las personas, órganos o entidades inspectoras o supervisoras. | 6 meses-3 años +129 CP | 12-24 meses +129 CP | |
| 295. Defraudaciones patrimoniales | Los administradores de hecho o de derecho o los socios de cualquier sociedad constituida o en formación, que en beneficio propio o de un tercero, con abuso de las funciones propias de su cargo, disponga fraudulentamente de los bienes de la sociedad o contraigan obligaciones a cargo de ésta causando directamente un perjuicio económicamente evaluable a sus socios, depositarios, cuenta partícipes o titulares de los bienes, valores o capital que administren. | 6 meses-4 años | tanto al triplo del beneficio | 74 ss. |
| 285. Información privilegiada | Uso de información reservada obtenida en actividad profesional o empresarial para contratar títulos con cotización obteniendo una ganancia superior a 75 millones de Ptas. | 1-4 años | tanto al triplo del beneficio | |

2. La discutible aplicabilidad de la norma

Existen algunos indicios empíricos y se han expresado numerosas opiniones doctrinales autorizadas en el sentido de que la aplicabilidad efectiva de esta reforma penal en materia de sociedades es dudosa. Desgraciadamente, el que sea inaplicable no significa que sea irrelevante, pues, cuando menos, la existencia de una norma no aplicada origina un indeseable deterioro y descrédito del derecho y la imposición de costes reales para los individuos y las empresas afectadas, sobre todo en los primeros años de su entrada en vigor, amén de los riesgos permanentes de sanción legal .

2.1. RAZONES QUE HACEN LA NORMA DIFÍCILMENTE APLICABLE

La aplicabilidad es dudosa por, al menos, dos tipos de motivos: Por un lado, la ineficacia mostrada por el sistema judicial para operar en materias de carácter civil o, en este caso, fronterizo entre lo civil y lo penal, que muy probablemente es imputable más a su propia organización y carencias que a los textos legales. Por otro lado, la falta de correspondencia entre la valoración social del delito y el contenido de la norma.

a) *Aplicabilidad dudosa por la situación judicial.* El sistema judicial español padece una crisis grave, que se manifiesta en un considerable atasco judicial. Este atasco se observa pese a haberse producido en los últimos años incrementos sustanciales de las dotaciones de recursos humanos y materiales. Además, se ha visto agravado por reducciones alarmantes de la productividad y la calidad de las sentencias, así como por un notable sesgo que lleva a que se procesen antes y en mayor proporción los asuntos penales que los civiles⁷. En semejante

⁷ Nos mueven a valorar de modo tan negativo el sistema judicial español , entre otros, los siguientes elementos de juicio: (1) En España, tenemos menos jueces pero un nivel de gasto judicial similar al de otros países. (2) España es uno de los países del mundo con mayor litigiosidad, que ha aumentado en los últimos años a una tasa del cinco por cien anual. (3) España tiene un número muy elevado y creciente de abogados por habitante (122 por 100.000 en 1988; mientras que hay 320 en los EEUU, unos 60 en la CE, y 9 en Japón). (4) Existe un exceso de demanda respecto a la oferta; si bien el problema, que en materia civil se centra en los órganos de apelación, parece haber remitido en los últimos años, excepto en el Tribunal Supremo. La asignación de los recursos entre casos se efectúa en general por el tiempo de espera. (5) Se detecta una caída de la calidad: los recursos o apelaciones han aumentado sustancialmente en la jurisdicción civil. (6) La productividad es decreciente: el número de sentencias por juez ha caído un 6% cada año mientras que, simultáneamente, el coste por sentencia en pesetas de poder adquisitivo constante aumentó cerca del 9% cada año. (7) Se

situación, cabe pensar que lo que menos se necesita es una ampliación, por lo demás ambigua, de los tipos delictivos.

b) *Aplicabilidad dudosa por la dureza de la norma.* Constituye un lugar común en la teoría del derecho el aserto de que no conviene criminalizar conductas que la sociedad no considera moralmente condenables. Conviene, por ello, que sobre las conductas que se criminalizan exista un cierto consenso social. Coherente con su visión del derecho penal como un sistema de socialización, Coffee (1991, p. 194) argumenta en esta línea que el derecho penal no debe usarse cuando la sociedad no está preparada para desechar la utilidad privada de la conducta penalizada, lo que ocurre en el caso en que nos ocupa los delitos en el terreno fiscal, el *insider trading* y otros. De lo contrario, cuando las penas son demasiado duras, los jueces tienden a no aplicarlas. El legislador tiene a menudo interés en olvidar, por desgracia, que la aplicación por los jueces de normas penales demasiado duras y rígidas tiende a elevar el estándar de prueba. Un caso paradigmático en este terreno es, por un lado, el tratamiento de los delitos contra la libertad sexual⁸, así como la evidencia empírica de cómo se han tratado, tanto en los juzgados como en los medios de comunicación, los casos de fraude fiscal detectados en los últimos años. En el caso que nos ocupa, uno tiene la impresión de que la dura redacción del Capítulo XIII CP constituye en alguna medida un incremento de carácter ritual que, en realidad, se ha escrito mirando más a algunos casos del pasado que a los del futuro.

En este terreno, se han manifestado ya voces autorizadas desde la judicatura que consideran las penas en exceso severas⁹. La carencia de unanimidad social se ve reforzada

produce una cierta postergación de la jurisdicción civil a la penal, tanto en términos de menores servicios prestados como de mayor dilación. Además, los problemas relacionados con la ejecución de las sentencias afectan más gravemente a los asuntos civiles que a los penales. Los juicios precedentes interpretan libremente los resultados que se presentan en el estudio realizado por Pastor (1993) sobre datos de las *Memorias* del Consejo General del Poder Judicial.

⁸ Obsérvese, por ejemplo, que la violación está castigada con pena de prisión de 6 a 12 años (art. 179) que se transforma en 12 a 15 años cuando concurren los agravantes del artículo 180. El homicidio se castiga con prisión de 10 a 15 años (art. 138). Una violación mediante penetración bucal se castiga con la misma pena de prisión entre 6 y 15 años que la amputación de un miembro o la inutilidad de un sentido (art. 149). Probablemente, existen discrepancias radicales entre ciudadanos y ciudadanas, pero no por ello deja de ser cierto que el efecto previsible sobre las sentencias es del tipo indicado, al menos mientras la judicatura esté compuesta mayoritariamente por varones.

⁹ Cfr. Martínez Pereda (1996, pp. 364-365), quien opina que debería incluir la inhabilitación.

porque, excepto en uno de los supuestos del Capítulo XIII (el de defraudación del art. 295), en todos los demás existe entre los economistas discrepancias notables sobre el carácter perjudicial o beneficioso de la práctica que se persigue o, con más precisión de si la prohibición de tales prácticas ha de ser imperativa o, por el contrario, ha de dejarse a la voluntad de las partes. Sin entrar ahora en el fondo del asunto, sobre el que me extenderé en la tercera parte del artículo, el hecho de que exista esta discusión debe alertarnos sobre la improcedencia de criminalizar tales comportamientos. Si se me permite emplear en lo legislativo un símil importado del ámbito judicial, existe cuando menos una sólida duda razonable. No procede criminalizar aquellos supuestos sobre los que es incluso dudoso que se requiera una legislación civil imperativa. Entre éstos, se incluyen, como intenta demostrar la sección 4 de este artículo, la divulgación de datos contables, el excesivo poder de las minorías societarias y el castigo por el uso de información privilegiada.

2.2. CONSECUENCIAS DE LA INAPLICABILIDAD

a) *El coste de la derogación fáctica.* Al menos en su articulado referente a delitos societarios, es de temer que el nuevo CP sea un monumento más de escaparatismo jurídico. Da la impresión en este terreno de que el legislador ha abandonado su tarea de redactar leyes útiles para satisfacer la insaciable demanda de “medidas” del electorado. El problema de estas leyes escaparatadas es que los ciudadanos han de vivir con ellas, y hacerlas habitables es muy costoso en términos de desarrollo jurisprudencial. No hace falta mencionar los costes explícitos, en términos del tiempo que habrán de dedicar juristas y profesionales a deshacer el entuerto. Por ello, debemos prestar atención sobre todo a los costes implícitos, que siendo probablemente más importantes, pueden pasar desapercibidos. Me referiré a dos de ellos: el aumento de posibilidades de la sanción legal y la inseguridad jurídica que genera, sobre todo hasta que se establece con claridad su inaplicabilidad real.

b) *Sanción legal.* Una posibilidad inquietante que tal vez abren estas normas penales que son, como pauta general, “inaplicables” es la de que puedan servir para que las autoridades judiciales o incluso políticas puedan ejercer un tipo muy particular de sanción legal. En el caso del art. 294 CP, relativo al entorpecimiento de actuaciones inspectoras, esta posibilidad ha alcanzado carácter casi explícito, como trataremos más adelante, pero el problema es mucho más general, pues se deriva de la probable inaplicabilidad de la norma. La ineficacia de la norma tienen su origen en que su aplicación genera un coste tan alto y/o unas resistencias tan fuertes que únicamente puede superarlas la voluntad decidida y los recursos

que es capaz de poner en juego la máxima autoridad política u, ocasionalmente, un juez volcado exclusivamente en unos pocos procesos. Podría pensarse que este resultado es favorable, pues al menos se consigue justicia en algunos casos. Sin embargo, castigar delitos selectivamente puede ser peor que no castigarlos, sobre todo cuando la selección es discrecional, pues ello somete a los ciudadanos a un grave riesgo de arbitrariedad, generando una situación potencialmente corruptora.

c) *Variabilidad, inseguridad jurídica y prevención.* Aun en el improbable caso de que la norma demuestre finalmente ser eficaz, es seguro que en sus primeros años de aplicación generará una dosis considerable de inseguridad jurídica, más o menos transitoria. Toda norma requiere un tiempo de ajuste para que se desarrolle jurisprudencialmente. En este caso, el proceso va a ser previsiblemente largo y laborioso, pues se ha de interpretar una norma que técnicamente parece ser muy deficiente. El problema se agrava, además, por lo ambicioso de la redacción; la ambigüedad de los tipos¹⁰; y la relativa impericia y heterogeneidad judicial. Existe pues un cierto riesgo de populismo judicial en los primeros años de aplicación y es de esperar una elevada variabilidad en las sentencias que apliquen la norma. La literatura del análisis económico del derecho es unánime en predecir que la variabilidad interpretativa puede generar tanto un exceso como un defecto de prevención en la conducta de las partes afectadas. Los tipos penales no pueden estar definidos con ambigüedad, porque no es fácil anticipar la respuesta, y pueden llevar tanto a hacer de menos como a hacer de más (respecto al nivel óptimo). El hecho de que buen número de bancos y grandes sociedades adelantaran en su día sus juntas anuales para que se celebraran con anterioridad a la entrada en vigor del nuevo Código penal¹¹ revela como mínimo el incremento de riesgo que dicho Código comporta en estos momentos iniciales de vigencia.

¹⁰ Para un análisis de los defectos técnico-formales de la norma, véase, por ejemplo, Rodríguez Ramos (1996).

¹¹ “Accionistas menos dóciles” (*El País Negocios*, 9 de junio, 1996, pp. 1-3).

3. La discutible idoneidad de los medios

Probablemente, en alguna medida, la norma será eficaz. No obstante, tampoco en este caso el resultado será óptimo, y ello por dos motivos, pues cabe discutir tanto la idoneidad de los fines últimos perseguidos como la utilización de medios penales con los que dichos fines se intentan conseguir. Con frecuencia, la discusión se ha centrado sobre los medios, esto es sobre la mayor o menor idoneidad del derecho penal para conseguir ciertos fines, tanto desde el punto de vista de la eficacia como de la eficiencia del instrumento. Sin embargo, muchos de los fines tienen también un mérito más que dudoso. Discutiremos los relativos a la falsedad en las cuentas sociales (art. 290); el gobierno societario (arts. 291, 291, 293); la regulación (art. 294) las defraudaciones patrimoniales (art. 295) y el uso de información privilegiada (art. 285).

3.1. CRÍTICA DE LOS MEDIOS

a) *Conveniencia de penalizar el derecho de sociedades.* La inadecuación de los medios puede examinarse tanto desde el punto de vista jurídico como judicial. Desde el derecho mercantil se ha criticado el que se criminalicen conductas ya suficientemente tuteladas por el derecho de sociedades, mediante la acción social de responsabilidad y la impugnación de acuerdos sociales¹². Puede argumentarse también acerca de la inoportunidad de la penalización, por coincidir con el desarrollo jurisprudencial del nuevo derecho de sociedades.

Al tratar en general de la responsabilidad de los administradores, ha de tenerse en cuenta que al facilitar el acceso de los accionistas individuales a los tribunales lo que se consigue de hecho es trasladar el poder de decisión del Consejo de Administración a los accionistas. En la medida en que los intereses de estos últimos pueden ser discrepantes entre sí, un acceso fácil les perjudica, porque les expone a interferencias minoritarias que pueden ser contrarias al interés de la mayoría.

¹² Se han efectuado también críticas por defecto. Se ha criticado al CP por no proteger o hacerlo insuficientemente ciertos derechos, como los derechos económicos de los socios o los de solicitud de junta de accionistas. (P. ej. T. Pelayo, “Las prisas, los delitos societarios y el nuevo Código Penal”, *Expansión*, 21 de mayo, 1996, p. 55). Incluso algunos mercantilistas han criticado que no hayan penalizado otras conductas que sí lo están en el derecho comparado, como la falsedad en el domicilio social, la no inscripción registral o la no convocatoria de juntas (según Ruíz Vadillo, 1996, p. 17).

No obstante, sí es lógico que sean objeto del derecho penal ciertas conductas, como es el incumplimiento voluntario con *dolo* del contrato de administración, pues en tales casos no cabe esperar que la responsabilidad civil sea suficiente: la sanción óptima en términos de responsabilidad civil sería demasiado grande en relación con el patrimonio de los afectados y, por tanto, no puede ser cobrada. Sin embargo, para ello quizá bastan los tipos generales de los delitos contra la propiedad, sobre todo si consideramos que el origen de su ineficacia reside más en el plano judicial que en el puramente legal.

b) *Las normas no se adaptan a los diversos tipos de sociedades.* Puede criticarse a la normativa sobre sociedades, y tanto a la mercantil como a la penal, el que regulen por igual dos entidades, las sociedades “abiertas” y “cerradas”, con y sin cotización bursátil y dispersión accionarial, las cuales disponen de muy diferentes mecanismos para controlar el conflicto de intereses entre administradores y accionistas. Sin embargo, la *eficacia relativa* de los regímenes de responsabilidad de los administradores es mucho menor para sociedades con especialización de propiedad y control.

c) *La lógica de la administración diligente.* Las ganancias que los administradores de una sociedad pueden obtener mediante una conducta negligente son pequeñas, al contrario que mediante fraude. La protección que les proporciona la interpretación común del deber de diligencia (lo que en los EEUU se denomina *business judgement rule*), por la cual los tribunales no entran a enjuiciar decisiones económicas del mercado, es por ello, poco costosa en términos de responsabilidad civil. Sin embargo, es lógico que estén sujetos tanto a responsabilidad civil como penal cuando existe fraude (Easterbrook y Fischel, 1991, p. 100).

Para sociedades abiertas, el mercado controla el régimen óptimo de responsabilidad, tanto civil como criminal, que ha de derivarse de un equilibrio entre la eficiencia relativa de utilizar como medio de control los mecanismos del mercado (mercados de capitales, de directivos y de control societario) o la litigación en los tribunales de justicia. Los mecanismos de mercado tiene una ventaja sobre los tribunales cuando es más difícil identificar *ex post* si una decisión fue o no acertada para la sociedad *ex ante*, cuando fue tomada. Por ello, el derecho de sociedades tiende a juzgar que las decisiones de los administradores fueron acertadas *ex ante* sin entrar a valorar su adecuación cuando *ex post*

los hechos demuestran que han sido erróneas. Las excepciones a esta pauta general son los errores muy groseros y las transacciones de las que se lucran los propios administradores¹³.

d) *Efectos reputacionales de la responsabilidad societaria*. Al menos para las sociedades abiertas, el efecto primordial de que la sociedad o sus directivos se vean envueltos en casos penales es de tipo reputacional. Consiguientemente, los incentivos que se generan pueden ser diferentes, al ejercerse tal vez de forma menos directa en las sociedades abiertas. La evidencia estadounidense sugiere que la principal sanción que sufren las sociedades cuando se ven envueltas en alegaciones criminales es de índole reputacional, que se cuantifica mediante el descenso que sufre el valor de las acciones en Bolsa el día en que las alegaciones de fraude se recogen en el *Wall Street Journal* y el día siguiente (Karpoff y Lott, 1993). Estos autores estiman que tan solo el 6,5% de la pérdida total de valor que sufren las acciones de una compañía cuando se da a conocer que está envuelta en un caso de fraude es imputable a las sanciones legales, y que, como mínimo, un tercio lo es a la pérdida de reputación. (La diferencia es la estimación máxima que se imputa a posibles penas por fraude en el futuro y a los beneficios perdidos al desistir del fraude descubierto). Los fraudes van acompañados de descensos de diferente cuantía, siendo la mayor la que ocasionan los fraudes relativos a la divulgación de información financiero-contable (que originan una caída del 4,66% en el valor de las acciones), seguidos por el fraude en contratos con la Administración (1,67%), consumidores y proveedores (1,22%) y, por último, la violación de regulaciones (con sólo un 0,93)¹⁴.

La conclusión que se puede extraer de este argumento es que la conveniencia de usar medidas penales contra las sociedades es escasa y que, sobre todo, ha de hacerse con extrema prudencia pues, al ser la sanción principal de tipo reputacional, se concreta cuando se da a conocer y no cuando se sentencia. Estas observaciones adquieren su mayor relieve en el contexto español, debido, por un lado, a la creciente heterogeneidad e inconsistencia que se observa entre distintas decisiones judiciales, que en ocasiones rayan en el populismo antiempresarial, y, por otro, a la impunidad con que se permite actuar contra la reputación

¹³ Véanse Easterbrook y Fischel (1991, pp. 90 y ss., esp. 98-99).

¹⁴ Adicionalmente, Block (1991) confirma que las alegaciones de actividad criminal no tienen efectos diferentes que las civiles, de lo cual concluye que no proporcionan beneficios informativos adicionales. Por ello, cabe dudar de la conveniencia de emplear el procedimiento criminal, más costoso que el civil, contra las sociedades.

empresarial, tanto desde la Administración como desde algunas plataformas organizativas como, en ocasiones, las asociaciones de consumidores.

3.2. LA EVENTUAL CRIMINALIZACIÓN DE PLEITOS CIVILES

En el terreno societario la inclusión explícita como delitos penales de los tipos que recoge el Capítulo XIII del nuevo Código penal, junto con la ambigüedad de su definición, hacen temer una criminalización galopante de la vida de nuestras sociedades anónimas de mediano y gran tamaño. (No obstante, los juzgados seguirán posiblemente cerrados de hecho para la problemática de las pequeñas sociedades). Este proceso de criminalización se puede derivar de dos fenómenos: la sustitución de acciones civiles por penales y la litigación frívola.

a) *Sustitución de acciones civiles por penales.* Es previsible que se reduzca el empleo de las acciones civiles de responsabilidad y aumente el de las querellas criminales contra los administradores, tanto por lo que se refiere a la impugnación de acuerdos sociales (utilizando los arts. 291, 292 y 293) como a la acción de responsabilidad (arts. 290 y 294). Este cambio parece más probable al tener en cuenta sendos factores, relacionados con el sistema judicial y con la oferta de servicios jurídicos:

Por el lado del sistema judicial, influirá su tendencia a dar preferencia a los asuntos penales sobre los civiles. La responsabilidad civil (arts. 109 a 126) se deriva como consecuencia de la culpabilidad penal. Se genera así un incentivo perverso a encauzar todos los asuntos por lo penal, pese a que los particulares se querellan sólo para obtener la indemnización civil¹⁵. Además de que la vía penal es más económica que la civil para el demandante, para ejercer la acción de responsabilidad del art. 134 de la LSA se necesita poseer un cinco por cien de las acciones¹⁶. Por el contrario, para denunciar los hechos

¹⁵ Obviamente existen economías procesales, de producción conjunta. Son asegurables, pero las compañías de seguros no son oídas en el juicio penal (STC 48/1984), de donde se deriva que tengan interés en la producción conjunta de seguros de asistencia jurídico penal.

¹⁶ Los artículos 133 y 134 LSA contemplan las acciones social e individual de responsabilidad. Para iniciar la acción social se requiere un 5 por 100 del capital, la entabla la sociedad contra los administradores y la sociedad es la eventual beneficiaria. En cambio, para iniciar la acción individual basta con poseer una sola acción y el beneficiario es el accionista que la inicia, aunque también ha de incurrir en los gastos de la propia acción. El mínimo del 5 por 100 representa un papel similar al “security for expenses statute” norteamericano, por el cual un accionista que plantea una acción social de responsabilidad o “derivative suit” ha de depositar una fianza, generalmente cuando posee menos del 5% de la

contemplados por el Capítulo XIII CP basta una sola acción. Esta diferencia podría abrir una nueva puerta a la litigación frívola y al chantaje más o menos explícito, lo que perjudicaría los intereses de las sociedades. Por estos motivos y teniendo en cuenta que se calcula que un 80% de los pleitos societarios se pueden ver afectados por este cambio normativo, es de temer que se criminalice innecesariamente la vida de las sociedades. Alternativamente, podría ocurrir que se siguieran las interpretaciones que limitan de forma drástica la aplicación del procedimiento penal en estas materias, pero que parecen contradecir la prevalencia general del orden penal sobre el civil¹⁷.

Por el lado de la oferta de servicios jurídicos, ha de afectar la disponibilidad de un número desproporcionado de proveedores potenciales, debido a la inexistencia de barreras de entrada al ejercicio de la abogacía. No es casualidad que en las secciones financieras de los periódicos hayan comenzado a aparecer anuncios dirigidos a socios insatisfechos¹⁸.

b) *Litigación frívola*. A partir de la entrada en vigor del CP es más fácil dañar la reputación ajena de empresas de gran tamaño mediante querellas criminales frívolas, así como, más simplemente, entorpecer la vida societaria mediante la presentación de querellas cuya admisión a trámite suspende la ejecución de los acuerdos y su inscripción en el Registro Mercantil. Es cierto que a la litigación frívola se opone, por un lado, la posibilidad de que se condene al querellante y, por otro lado, el hecho de que el chantaje es difícil de controlar, porque, a diferencia de procesos civiles, los penales son imparables. No obstante, con la norma aumenta la posibilidad de infligir daños reputacionales por accionistas, abogados,

acciones (vigente en un tercio de los estados norteamericanos, según Clark (1986, pp. 652 y ss.).

¹⁷ Para evitar la “hipertrofica criminalización” de los injustos definidos por el Capítulo XIII del Código penal, mediante abusos de derecho, se han propuesto ya dos soluciones, la primera, de *lege lata*, según la cual “el orden jurisdiccional penal debería tender a plantear cuestiones prejudiciales suspensivas y devolutivas (art. 4.º LECr) en favor del orden civil o contencioso administrativo, para evitar los abusos indicados en el ejercicio de la acción penal”; mientras que por la segunda, de *lege ferenda*, se “habría de suprimir estos delitos, a cambio de uno o varios delitos de ‘abuso de confianza’ centrados en la administración desleal de bienes ajenos, agravando la penalidad, si fuera preciso, en los comportamientos de tal carácter acaecidos en el ámbito de sociedades mercantiles” (Rodríguez Ramos, 1996, pp. 93 y 94).

¹⁸ Por ejemplo, “Socios minoritarios: Haga valer su participación en junta. Exija sus derechos, incluso económicos. La normativa actual, incluido el nuevo Código penal, le permite actuaciones nuevas y serias. Tel. (91) 402 25 96” (*El País*, 9 de junio, 1996, p. 30).

asociaciones de consumidores y los propios reguladores, pues no se han desarrollado mecanismos compensadores para la responsabilidad de éstos.

4. La discutible calidad de los fines

Hasta aquí, hemos visto, en primer lugar, los costes que se derivarían de que la norma fuera *ineficaz*. A continuación, que los *medios* utilizados pueden no ser los más idóneos. Esta tercera y última parte del trabajo argumenta que, con independencia de la eficacia e idoneidad de los medios, cabe albergar serias dudas de que los *fines* perseguidos sean meritorios. En efecto, respecto a los fines últimos, la norma puede generar efectos contraproducentes, relacionados con la eventual eficacia de algunos de los tipos penales que define, tanto en materia de sociedades como, más en general, en otros delitos económicos. Nos centraremos en las siguientes materias: (1) la responsabilidad de administradores, (2) la contratación de valores usando información privilegiada, (3) el entorpecimiento de la supervisión administrativa, (4) los derechos de las minorías y (5) las falsedades contables.

4.1. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES

Para entender las consecuencias de la norma es esencial darse cuenta de que no ésta va a afectar sólo a los administradores fraudulentos (si es que llega a afectarlos, lo cual es dudoso, como vimos más arriba), sino que va a generar también que los administradores honrados ejerzan un mayor nivel de prevención (lo cual parece menos dudoso). Es preciso, pues, distinguir los cambios en la conducta de los defraudadores y de los honrados. Un eventual cambio en la conducta de los defraudadores depende de las consecuencias finales de la norma en términos de su aplicabilidad efectiva respecto al régimen actual. Si creemos que ésta es función más bien de la eficacia y productividad de los jueces y la policía judicial en estas materias, cabe dudar de su eficacia penalizadora efectiva.

Existe un riesgo más probable de que, para evitar el coste de los errores y las consecuencias de la utilización aprovechada y frívola del régimen de responsabilidad e impugnación, los administradores honrados eleven indebidamente sus estándares de conducta. Para analizar este aspecto del problema, es preciso efectuar una breve incursión por la teoría financiera. Los administradores de las sociedades abiertas (aquellas con especialización de propiedad y control) suelen ser más aversos al riesgo que sus accionistas.

El motivo es que por un lado, el capital humano de los administradores (los conocimientos que atesoran sobre la empresa) pierde mucho valor si la sociedad quiebra o simplemente son despedidos; mientras que, por otro lado, los accionistas pueden, a un coste prácticamente nulo, eliminar riesgos específicos formando una cartera diversificada de acciones en sociedades y mercados diferentes. Como consecuencia, uno de los conflictos entre accionistas y administradores es la proclividad de estos últimos al conservadurismo, rechazando proyectos de inversión altamente rentables porque incorporan un alto nivel de riesgo cuya asunción por la empresa representa un coste para los administradores, pero no para los accionistas.

En este contexto, las consecuencias de las normas de las normas de responsabilidad civiles y penales son diferentes:

a) *Responsabilidad civil*. Por un lado, en un régimen de responsabilidad civil la imperatividad de la regla no es problema porque si bien es imperativa es *asegurable*. Puesto que cargar con la responsabilidad cuesta más a los administradores aversos al riesgo de lo que beneficia a los accionistas neutrales al riesgo, ambas partes reasignan dicho riesgo, mediante (1) la propia norma de diligencia o *business judgment rule*, (2) cláusulas expresas que eximen a los directivos¹⁹, o (3), con más frecuencia, pólizas de seguros (Easterbrook y Fischel, 1991, p. 100). Las cláusulas que absuelven o indemnizan a los administradores o que contemplan que éstos aseguren su responsabilidad permiten esquivar las normas de responsabilidad y emplear el mercado en lugar de los tribunales, lo que se hace cuando es óptimo. Cabe señalar a este respecto que la ingenuidad de algunos comentaristas en estas materias es proverbial. Se desea, por ejemplo, impedir que las sociedades paguen los seguros de responsabilidad civil de sus administradores, ignorando la imposibilidad de hecho de semejante prohibición: ésta sería evitada sin más que elevar los emolumentos de los administradores en un importe igual a la prima de seguro que sería “pagada” por ellos. (La norma, no obstante, podría no ser inocua: Cabe pensar que tal vez se agravase el problema de

¹⁹ Cuando éstas son legales (en España existen dudas [véase Paz-Ares, 1990, quien las encuentra justificadas, excepto en el supuesto de dolo]; lo son en EEUU, pero probablemente originan incertidumbre por la posible decisión judicial). Piénsese que el autoaseguro es eficiente, por ser la diversificación de riesgos una ventaja principal de las sociedades (una norma que prohíba la cláusulas de absolución o indemnización por la sociedades a sus administradores puede tener quizá más sentido para organizaciones que no sean sociedades, para sociedades sin especialización de propiedad y control).

selección adversa, al ser entonces la decisión de compra del seguro menos grupal y más individual).

b) *Responsabilidad penal*. Por otro lado, las normas de responsabilidad penal son más problemáticas porque los daños dolosos no se aseguran. Los regímenes que incrementan los riesgos no asegurables —y por tanto asumidos por los administradores— tienden así a agravar el conflicto de intereses entre accionistas y administradores²⁰. La responsabilidad penal no es asegurable, lo que ocasiona un coste importante para las sociedades porque los administradores bajarán el nivel de riesgo con políticas más seguras y contratando sucedáneos de “seguros” en forma de expertos periciales. Esto es perjudicial para los accionistas, por ser éstos quienes mejor pueden asumir el riesgo, pues diversifican a un coste muy reducido²¹. El aumento de las penas con que se castiguen los delitos societarios generará así un exceso de prevención o medidas precautorias por parte de los administradores, dirigidas a reducir riesgos, generalizando las prácticas de “medicina defensiva”²². Como consecuencia, es probable que (1) se reduzca la tasa de innovación; (2) se refuercen los contratos internos de las empresas; y (3) se adquieran más servicios externos de protección o seguro *ex ante*, de tipo jurídico, contable, económico o financiero. Los ejemplos societarios tienen que ver, por ejemplo con el rechazo de ofertas de compra, el abandono de operaciones de financiación novedosas y, sobre todo, con que todos los pasos

²⁰ “Exposure to liability causes manager’s incentives to diverge from the path of wealth maximization” (Easterbrook y Fischel, 1991, p. 100).

²¹ Desde este punto de vista, se revela la ingenuidad de celebrar el incremento de la responsabilidad de los administradores porque venga supuestamente a limitar la separación entre propiedad y control (v., p. ej., Martínez-Pereda, 1996, p. 350).

²² Es de interés señalar que coincidiendo con la entrada en vigor del Código penal se daban a conocer en los EEUU los resultados de la primera evaluación rigurosa de los costes originados por la medicina defensiva. Una investigación del National Bureau of Economic Research ha cuantificado por primera vez los efectos muy notables del régimen de responsabilidad profesional imperante en los EEUU sobre la práctica de la “medicina defensiva”, consistente en administrar todo tipo de tratamientos con beneficios esperados muy bajos para evitar una posible responsabilidad jurídica (Kessler y McClellan, 1996). Diversas reformas directas del régimen de responsabilidad profesional (topes máximos, abolición de *punitive damages*, cómputo de intereses sólo desde la fecha de la sentencia, reducción de las indemnizaciones en las sumas obtenidas de otras fuentes) han originado una reducción de entre el cinco y el nueve por cien de los gastos médicos sin que ello tuviera consecuencias para la mortalidad o las complicaciones médicas. La reducción de gasto se produce en un plazo de tres a cinco años. Para todos los EEUU, los beneficios obtenibles reduciendo la responsabilidad se estiman en 600 millones de dólares por año tan sólo para gastos relacionados con infartos de miocardio.

que envuelven cualquier riesgo jurídico tiendan a “asegurarse” implícitamente mediante la adquisición previa de todo tipo de dictámenes favorables.

No se debe desdeñar en este terreno el hecho de que la información sobre estos fenómenos sufre una asimetría radical: En general, es más fácil observar un caso de fraude que mil de precaución excesiva, aunque estos últimos sean más costosos. Como consecuencia, es de esperar que se reclamen leyes y se legisle dando excesivo peso a los costes de las conductas fraudulentas y demasiado poco a los costes de una precaución excesiva.

4.2. CONTRATACIÓN DE VALORES USANDO INFORMACIÓN PRIVILEGIADA (ART. 285)

Existe una notable discusión teórica sobre la conveniencia de penalizar e incluso regular esta materia. Por un lado, los defensores de la norma argumentan que el *insider trading* (a) perjudica la confianza del público en los mercados y (b) eleva el coste de capital de las empresas²³. Por otro lado, los detractores de la norma ven la tolerancia implícita con el *insider trading*, a decidir voluntariamente por los accionistas, como un mecanismo potencialmente eficiente para retribuir la tarea de los administradores y directivos, sin necesidad de recontratar constantemente y sin incurrir en las rigideces e incentivos perversos que generan otros sistemas de incentivos²⁴. Desde este punto de vista, los accionistas obtendrían un beneficio en términos de un menor coste de la retribución total, dado que la contratación de directivos es competitiva.

La evidencia empírica más sólida muestra, por un lado, cómo los esfuerzos de las autoridades estadounidenses durante los años ochenta para reforzar las penas (hasta un millón de dólares, daños triples y hasta 10 años de cárcel) y la persecución del *insider trading* han tenido escasas consecuencias, tanto en términos de volumen como de beneficios²⁵. Su conclusión es que la contratación con información privilegiada se efectúa con información que no cae dentro de los tipos legales. Además, los cambios observados en los distintos tipos revelan que la restricción efectiva de la conducta viene dada por la

²³ Véanse, entre otros muchos, Scotland (1967), Brudney (1979) y Seligman (1985).

²⁴ Véanse Manne (1966), Carlton y Fischel (1983), Haddock y Macey (1986) y Carney (1987). En castellano, Arruñada (1990, pp. 285-92).

²⁵ Véase Seyhun (1992).

casuística judicial y no por la definición legal de las conductas a perseguir. Por otra parte, el citado estudio documenta cómo en las decisiones contractuales privadas no se refuerzan las medidas legales contra el *insider trading*. Éste no figura más que en una cuarta parte de los códigos éticos y los estatutos sociales no lo prohíben, tanto si quien lo efectúa son los administradores como si es la propia sociedad (en detrimento, por tanto, de algunos de sus socios). Tampoco suele aparecer en los contratos de empleo de administradores y directivos.

4.3. CRIMINALIZACIÓN DE LOS SÚBDITOS SUJETOS A SUPERVISIÓN ADMINISTRATIVA (ART. 294)

El art. 294 CP penaliza a los administradores de sociedades que operen en mercados supervisados cuando obstruyan “la actuación de las personas, órganos o entidades inspectoras o supervisoras”. Esta figura delictiva fue introducida en la tramitación parlamentaria del Proyecto de Ley gracias a una enmienda del partido entonces en el gobierno. El precepto ha sido criticado desde la doctrina jurídica porque, pese a tratarse de un delito de mera desobediencia a las actuaciones de la Administración Pública, de una simple infracción formal de carácter administrativo en la que no se ha producido daño alguno para la sociedad, los socios de la sociedad o el interés general, el precepto impone penas de prisión y multa a los administradores (que son su sujeto activo) e incluso las medidas del art. 129 que criminalizan de hecho a las sociedades. Es notable que, de todos los delitos societarios, este tipo del artículo 294 referido a la regulación es, además, el único que incluye esta posibilidad de decretar tales condiciones accesorias definidas por el art. 129.

Nuestra preocupación en este ámbito es más amplia, y comprende al diseño imperfecto con que se ha dotado a algunas de las nuevas instituciones reguladoras creadas o reforzadas notablemente en los años ochenta. La actuación de estas instancias regulatorias puede de hecho escapar en muchos casos a la supervisión judicial, pues estos órganos gozan de una peculiar posición jurídica, que no sólo les permite ser a la vez juez y parte, sino también funcionar de hecho como tribunal de única instancia. En tales casos, la tentación de ejercer la sanción legal sobre sus regulados es un riesgo que debería equilibrarse de algún modo. En este sentido, la criminalización de la posible resistencia a la actuación inspectora viene a reforzar la posición de los reguladores, cuando éstos tal vez ostentan ya poderes excesivos. El problema es tanto más grave cuanto que en los mercados para los que en principio está

pensada la norma²⁶, la reputación de las empresas es su activo más valioso y es extraordinariamente sensible a posibles actuaciones sancionadoras, aunque éstas posteriormente se demuestren injustificadas.

4.4. LOS DERECHOS DE LOS SOCIOS Y DE LAS MINORÍAS

Los arts. 291 a 293 vienen a aumentar en alguna medida el poder de las minorías. En contra de lo que se pudiera pensar a primera vista, este aumento no es necesariamente positivo. El motivo reside en que uno de los problemas centrales en el diseño de un contrato societario óptimo es el de equilibrar dos factores opuestos: los socios minoritarios deben gozar de protección suficiente para animarles a invertir pero sin que ello les otorgue poderes de bloqueo tales que, al permitirles actuar de modo aprovechado, imposibiliten o encarezcan su incorporación o permanencia en la empresa. En especial, las pautas contractuales de las sociedades limitadas, ya sean establecidas por Ley o por estatutos, deben salvaguardar las inversiones de sus administradores en capital humano “específico” (aquellas con valor solo en una sociedad o empresa). Normas imperativas que otorgan a los socios minoritarios supuestos derechos protectores, corren el riesgo de perjudicar tales inversiones, ya que el poder de bloqueo que conceden permite a los socios minoritarios extraer las rentas de esas inversiones específicas.

Es necesario huir en esta materia de un proteccionismo tan ingenuo como perjudicial. El problema de la protección de la minoría suele ser percibido de forma errónea por los legisladores y los jueces, quienes, ante una situación *ex post* de aparente opresión de un socio minoritario, tienden a ignorar que esa posibilidad haya sido aceptada y retribuida *ex ante*. En este caso, se suele argüir que las partes entran en el contrato sin darse cuenta plena de las situaciones a que éste puede llevarles. El argumento desprecia así el proceso de aprendizaje que se produce sobre estos asuntos y el papel de los especialistas —abogados y notarios— en proporcionar dicha información, sobre todo en el momento fundacional. Por ello, es probable que la no inclusión en los Estatutos de remedios contra la opresión de socios

²⁶ Este precepto ha sido interpretado restrictivamente, entendiendo que los términos “supervisión administrativa” son aplicables tan solo a la bolsa, la banca y los seguros (p. ej., Rodríguez Ramos [1996, p. 93]). No obstante, con una interpretación literal del texto legal se puede abarcar prácticamente toda la economía, o al menos a todos los sectores altamente regulados, como son la producción de electricidad o la auditoría de cuentas, o bien subvencionados, como la extracción de carbón.

minoritarios obedezca más al propio coste que tales remedios suponen en términos de bloqueos que a la ignorancia de los inversores.

En el caso del Capítulo XIII CP, este asunto afecta, por ejemplo, al castigo implícito potencial al ejercicio de votos delegados en blanco (art. 292 CP) que, en el caso de las sociedades con especialización de propiedad y control, puede ser un medio eficaz para la rentabilización y ejercicio de los derechos políticos (Arruñada, 1990, pp. 267-275); así como el mayor poder que otorga implícitamente a las minorías el art. 293, las cuales pueden adquirir por esta vía más poderes de bloqueo y/o amenaza, entorpeciendo la vida social y perjudicando a la postre la propia existencia de minorías.

4.5. FALSEDADES CONTABLES (ART. 290)

La falsedad documental tiene sentido para datos o elementos cuya valoración es relativamente indiscutible, tales como la fecha de un documento o la identidad de quienes lo suscriben. Sin embargo, pierde sentido para valoraciones contables, porque éstas son siempre discutibles. Los documentos contables no son tan simples como presupone implícitamente el legislador. Por ello, la consecuencia de esta norma será tan solo la de incrementar la demanda de servicios periciales que aseguren los riesgos del administrador.

5. Valoración final

Creemos que el legislador español se ha equivocado en su intento de modernizar el Código penal en materia de delitos societarios. Hemos intentado mostrar que la norma es errónea tanto en los fines perseguidos como en los medios puestos en práctica para alcanzarlos. Además, su aplicabilidad es dudosa, pudiendo generar arbitrariedades y un mayor descrédito del derecho. Por todo ello, nos permitimos abogar por una revisión radical y urgente del ordenamiento legal en estas materias. Mientras tanto, sólo cabe confiar en que la cordura de la mayoría de nuestros jueces reduzca el coste que entrañaría una aplicación literal del texto legal aún vigente cuando se escriben estas líneas.

Bibliografía

- ARRUÑADA, B., *Control y regulación de la sociedad anónima*, Alianza, Madrid, 1990.
- BAJO FERNÁNDEZ, M., “De nuevo sobre la responsabilidad criminal de las personas jurídicas”, *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales*, tomo 34, fascículos 2 y 3, mayo-diciembre, 1981, pp. 371-379.
- BAJO FERNÁNDEZ, M., *Derecho penal económico aplicado a la actividad empresarial*, Madrid, 1978.
- BAJO FERNÁNDEZ, M., *Manual de Derecho Penal. Delitos patrimoniales y económicos*, Madrid, 1987.
- BAYSINGER, B.D., “Organization Theory and the Criminal Liability of the Corporation”, *Boston University Law Review*, Vol. 71, n.º 2, marzo, 1991, pp. 341-376.
- BLOCK, M.K., “Optimal Penalties, Criminal Law and the Control of Corporate Behavior”, *Boston University Law Review*, Vol. 71, n.º 2, marzo, 1991, pp. 395-419.
- BRUDNEY, V., “Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws”, *Harvard Law Review*, Vol. 53, 1979, pp. 322 ss.
- CARLTON, D., y D. FISCHEL, “The Regulation of Insider Trading”, *Stanford Law Review*, Vol. 35, 1983, pp. 857 ss.
- CARNEY, W., “Signalling and Causation in Insider Trading”, *Cath. University Law Review*, Vol. 36, 1987, pp. 863 ss.
- COFFEE, J.C., “Does ‘Unlawful’ Mean Criminal?: Reflections on the Disappearing Tort/Crime Distinction in American Law”, *Boston University Law Review*, Vol. 71, n.º 2, marzo, 1991, pp. 193-246.
- EASTERBROOK, F. H., y D. R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1991.
- HADDOCK, D., y J. MACEY, “A Coasian Model of Insider Trading”, *Northwestern University Law Review*, Vol. 80, 1986, pp. 1479 ss.
- KARPOFF, J.M., y J.R. LOTT, Jr., “The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 36, n.º octubre, 1993, pp. 757-802.
- KESSLER, D., y M. McCELLAN, “Do Doctors Practice Defensive Medicine?”, *NBER, Working Paper*, n.º 5.466, mayo, 1996.
- MACEY, J.R., “Agency Theory and the Criminal Liability of the Corporation”, *Boston University Law Review*, Vol. 71, n.º 2, marzo, 1991, pp. 315-340.
- MADRIGAL, C. “Apropiación indebida”, en I. Serrano, M. Fontán y J.L. Rodríguez (coords.), *El nuevo Código Penal y su aplicación a empresas y profesionales*, Recoletos Cía. Editorial, Madrid, 1996, Tomo 2, pp. 89-119.

- MANNE, H. G., “In Defense of Insider Trading”, *Harvard Business Review*, noviembre-diciembre, 1966, pp. 113-122.
- MANNE, H. G., *Insider Trading and the Stock Market*, The Free Press, Nueva York, 1966.
- MARTÍNEZ-PEREDA., J.M., “Los delitos societarios”, en I. Serrano, M. Fontán y J.L. Rodríguez (coords.), *El nuevo Código Penal y su aplicación a empresas y profesionales*, Recoletos Cía. Editorial, Madrid, 1996, Tomo 4, pp. 347-382.
- PASTOR, S. , *¡Ah la justicia!: Política judicial y economía*, Madrid, 1993
- POLINSKY, A., y S. SHAVELL, “Enforcement Costs and the Optimal Magnitude and Probability of Fines”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 35, abril, 1992, pp. 133-148.
- POSNER, R. A., *Economic Analysis of Law*, (4.^a ed.), Little, Brown and Company, Boston, 1992 (1.^a ed., 1973).
- RODRÍGUEZ MOURULLO, G., “Algunas consideraciones político-criminales sobre los delitos societarios”, *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales*, tomo 37, fascículo 3, septiembre-diciembre, 1984, pp. 677-691.
- RODRÍGUEZ MOURULLO, G., “Los delitos societarios en el Proyecto de Código Penal”, *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales*, tomo 34, fascículos 2 y 3, mayo-diciembre, 1981, pp. 707-719
- RODRÍGUEZ RAMOS, L., “Los nuevos delitos pseudosocietarios”, *Boletín del Ilustre Colegio de abogados de Madrid*, n.º 1, abril-mayo, 1996, pp. 71-95.
- RUIZ VADILLO, E., “La persona jurídica y el derecho penal”, *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales*, tomo 34, fascículos 2 y 3, mayo-diciembre, 1981, pp. 769-793.
- SCHOTLAND, R., “Unsafe at Any Price. A Reply to Manne”, *Virginia. Law Review*, Vol. 53, 1967, pp. 1425 ss.
- SELIGMAN, J., “The Reformulation of Federal Securities Law Concerning Nonpublic Information”, *Georgia Law Journal*, Vol. 73, 1985, pp. 1083 ss.
- SERRANO, I. “Ideas generales sobre la responsabilidad penal del empresario. Consecuencias accesorias para la empresa”, en I. Serrano, M. Fontán y J.L. Rodríguez (coords.), *El nuevo Código Penal y su aplicación a empresas y profesionales*, Recoletos Cía. Editorial, Madrid, 1996, Tomo 2, pp. 17-51.
- SERRANO, I., M. FONTÁN y J.L. RODRÍGUEZ (coords.), *El nuevo Código Penal y su aplicación a empresas y profesionales*, Recoletos Cía. Editorial, Madrid, 1996.
- SEYHUN, H.N., “The Effectiveness of the Insider-Trading Sanctions”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 35, abril, 1992, pp. 149-177.
- SHAVELL, S., “The Optimal Structure of Law Enforcement”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 36, abril, 1993, pp. 255-287.