

Ius publicum-Ius privatum.
Gobierno corporativo y mercado de valores.
(Una lección.) *

ANÍBAL SÁNCHEZ ANDRÉS

Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Autónoma de Madrid

I

El tema que se me ha encomendado desarrollar se titula «Las Sociedades de Capital y el Mercado de Valores». Por razones obvias limitaré mi intervención a la sociedad anónima. Primero de todo, porque es la forma jurídica que revisten las empresas que nutren nuestro «listín» de cotización; y, en segundo lugar, porque, no obstante la discusión doctrinal sobre el carácter personalista o capitalista de la sociedad de responsabilidad limitada, es cosa sabida que la auténtica y más importante «limitación» de esta última forma social ha sido tradicionalmente el acceso al crédito bancario (sólo posible mediante garantías reales o la personal de los socios), estando igualmente impedidas dichas compañías del acceso a la financiación directa del público, en principio por la prohibición legal de que sus participaciones se configuren como valores mobiliarios, y también porque, con posterioridad, fueron igualmente excluidas *ministerio legis* de la posibilidad de emitir obligaciones o garantizar tales empréstitos (Adicional Tercera LSRL de 23 de marzo de 1995).

Aun con esa restricción, el tema que se nos ha confiado resulta extraordinariamente difícil de plantear, por razones múltiples. La

* Impartida en el Colegio de Abogados de Madrid el día 18 de octubre de 1999, dentro del Curso titulado «Diez años de Reforma de las Sociedades de Capital». Fue entregada poco después su versión escrita a la Comisión que prepara el homenaje a mi querido compañero Ildefonso Sánchez Mera (q.e.p.d.), a quien este estudio sigue destinado como modesta contribución, mucho me temo que definitivamente incapaz de corresponder al efecto y mayor honor que el amigo prematuramente desaparecido merece.

primera de *contenido*, ya que la materia que debemos analizar coincide, en cierto, modo con la suma de todas las atribuidas a los restantes conferenciantes. La segunda de *enfoque*, porque, al relacionar la sociedad anónima con el mercado de valores, lo que aparece es el *estatuto de las sociedades cotizadas*, que corresponde estudiar a mi compañero Ángel Rojo. La tercera y última, porque, aun sin esas concomitancias o superposición de enfoques y objetivos, el tema se las trae –dicho sea en lenguaje coloquial– y constituye no un mundo, sino varios mundos, por cierto imposibles de abordar con seriedad (que es como a mi me gusta hacer las cosas) en esta modesta introducción.

De manera que, puesto a considerar que es lo que yo debería decirles a ustedes en esta ocasión, se me han ocurrido diferentes alternativas, con las que me propongo hacer seguidamente un cóctel o *mix* que supongo será capaz por lo menos de ayudar en el coloquio; lo que sin duda importa mucho más para el aprovechamiento de un curso dirigido a profesionales del foro. Añadiré, suplementariamente, que yo he dedicado al asunto que aquí nos reúne varias publicaciones distintas en época reciente, que inmediatamente recordaré en parte; lo que advierto, por si alguien quiere profundizar en mayor grado sobre el tema. Pero además creo que está sin explicar, de modo absoluto entre nosotros y parcialmente en el extranjero, el origen y significado de la legislación sobre mercados de valores y sus relaciones con el Derecho de Sociedades, que no es un tema teórico ni baladí, si quiere sacarse partido de aquella legislación en el ejercicio de la abogacía. Y acontece, por último, que hoy estamos injertando en nuestro ordenamiento piezas procedentes de otros sistemas jurídicos muy distintos, cuyo trasplante produce el mismo rechazo que experimenta el enfermo a quien se dona un riñón u otro órgano histológicamente incompatible. De todo esto vamos a hablar en forma distendida, yendo desde lo más general a lo más concreto.

II

Podemos empezar, pues, el examen referido con la lógica de los trasplantes, que es el último tema que acabo de aludir y cuyo muy mostrenco conocimiento, pensando de buena fe, o a causa de su utilización interesada o abusiva, si lo planteamos como dicen los niños «a mala idea», está produciendo el efecto –absolutamente perverso– de modificar las bases de nuestro ordenamiento jurídico, nada menos que en lo que toca al propio modelo positivo que en los últi-

mos cincuenta años ha servido para articular, con más o menos éxito, nuestra legislación societaria. ¿Por qué digo esto? Pues por algo muy sencillo.

Las leyes sobre la sociedad anónima pueden articularse de dos maneras principales y alguna intermedia. Para referirnos sólo a las principales, esas leyes pueden ser alternativamente *Leyes habilitantes*, que llaman en los países anglosajones *Enabling Acts*, o construirse más bien bajo un régimen muy distinto que llamamos nosotros de «disposiciones normativas» y ellos conocen como *Mandatory Acts*. Las consecuencias de seguir uno u otro modelo son importantísimas y muy diferentes. Porque las llamadas leyes «habilitantes», como su mismo nombre indica, se nutren de normas que autorizan a los particulares a diseñar su propia regulación por vía estatutaria, estableciendo como mucho, y por defecto, una regulación alternativa que se aplicará a falta de pacto (*default rules*); mientras que el sistema contrario de *disposiciones normativas*, por su lado, y aunque no falten dentro del modelo asuntos confiados a la libertad estatutaria, en todo lo demás otorga preferencia clara al régimen legal sobre el electivo, suele incluso matizar este último marco convencional, señalando las cosas que deben aparecer forzosamente en los documentos constitutivos, y –tal como sucede con el artículo 10 de nuestra LSA– hasta establece limitaciones generales al posible juego de la autonomía de la voluntad, derivadas de la frontera que marcan los principios ordenadores del tipo social.

Como es sabido, el Derecho español se incorporó al modelo de disposiciones normativas, que se consolida en Europa tras la venerable ley francesa de 1867, bastante tardíamente y, en concreto, con nuestra primera ley de 1951. Y ese mismo sistema es el que siguen mayoritariamente las leyes europeas más representativas. Y añadiré además –porque es cosa muy importante y que a menudo se olvida– que ese modelo no sólo rige en el continente, sino que es también el seguido por la legislación del Reino Unido, que, en más de un punto, resulta inclusive pionera en su implantación. Inmediatamente aportaré algún ejemplo práctico de la extraordinaria trascendencia de este asunto; pero antes recordaré otro dato histórico no menos significativo de la mencionada primacía inglesa en la organización del modelo. El año 1862, en las sesiones de la Conferencia de Nuremberg que preparaba el primer Código de Comercio alemán, los representantes de Hamburgo realizaron manifestaciones del más desnudo liberalismo, advirtiendo que la protección de los terceros en el marco societario no debe confiarse a murallas legales que impiden a los interesados alcanzar la experiencia necesaria para proteger su patrimonio, añadiendo –y cito palabras textuales– que

«la ruina de tantas familias no se habría producido ciertamente si los particulares, en lugar de creerse seguros a la sombra de una ley considerada sabia, hubieran cuidado en tiempo oportuno de sus propios intereses» (lo ha recordado Mignoli, 1990, 11). Idéntica invitación, y casi las mismas palabras, se contienen también en el Decreto español de 28 de octubre de 1868, cuya lectura recomiendo. La ley que repudiaban entonces los representantes de la villa hanseática es la ley inglesa sobre *joint stock companies* de 1844, que demuestra la temprana orientación tuitiva –los liberales de hoy, como los de ayer, prefieren llamarla «paternalista»- que presidió desde sus orígenes a nuestros días la legislación inglesa, por no hablar ahora de la prohibición antecedente de las propias compañías por acciones en la *Bubble Act*, tras los episodios de manipulación de precios e *insider trading*, originados al calor del tráfico de las acciones de la famosa Compañía de los Mares del Sur (Melville, 1921).

Frente a esta sólida tradición europea, las leyes de sociedades norteamericanas han sido siempre, o preferentemente, leyes habilitantes o *Enabling Acts*, que no *Madatory Acts*. Lo que significa que abren campo de juego para que los particulares modulen en medida superior la ordenación jurídica de una sociedad que pueden organizar en mayor grado a su imagen y semejanza. Y, por si fuera poco, las legislaciones de los diferentes Estados norteamericanos han competido históricamente entre sí –actualmente la posición dominante de Delaware parece imbatible– a fin de ampliar los márgenes de esa libertad de pactos, con el propósito de conseguir llevar a su territorio las tasas que se cobran por la «incorporación» de sociedades. De ahí viene la pretendida «flexibilidad» de las soluciones americanas y así se explica también el talante admirativo con el que hoy se contempla el modelo estadounidense por propios y extraños y que ha llevado a sus apologistas a identificar semejante orientación nada menos que con *The Genius of the American Corporate Law* (Roberta Romano, 1993). Un genio que, como el de la lámpara de Aladino, resulta un poco inquietante y que tiene más de una trampa. Si no tuviera semejante trastienda no generaría tan enorme litigiosidad como produce; factor lamentable donde los haya, porque sucede, en segundo lugar –y si quieren daré ejemplos en el coloquio– que, por lo ya dicho, ese Derecho de sociedades estadounidense viene menos de la Ley que de las resoluciones de los jueces, quienes, inclusive dentro de la misma jurisdicción, lo entienden de diferente manera y, lo que es mucho más grave (tercer aspecto intranquilizador a destacar), han ido sustituyendo *rules*, por *standard*, transformando luego estos principios o válvulas –que son criterios de valo-

ración jurídica— por la ordenación variable de los *hechos* según las circunstancias del caso, es decir, desembocan, a la postre, en lo que llaman allí *fact specific decisisions* (Kamar, E., 1998, 1908) Con la consecuencia de que la jurisprudencia se ha vuelto incierta, ambigua y, sobre todo, gravemente contradictoria, llevando a los pensadores más lúcidos a reclamar a gritos la vuelta a las reglas planas, iguales y categóricas que se denominan a veces en ese país *flat rules*. La *Model Business Corporation Act*, revisada desde el año 1984, ha intentado, como indica su nombre, reconstruir un modelo de ley uniforme, cuyos resultados tampoco permiten echar las campanas al vuelo. Y al final de esta historia, incluso en el ámbito de la administración de sociedades, y a pesar de ser un campo nutrido en apariencia por normas organizativas y formales —que no materiales ni atributivas de pretensiones y derechos subjetivos para socios y terceros— resulta que hasta la propia articulación de la composición y funcionamiento de los consejos de administración de las grandes compañías ha tenido que hacerse al margen de la Ley, a través de recomendaciones de buen gobierno corporativo, que también tiene un modelo tipo, elaborado por el *American Law Institute*, y conocido allí con el nombre de *Ali Code on Corporate Governance*.

II

Llegados a tan trascendental asunto, tenemos un excelente punto de partida para empezar a entender la reforma española, que se ha pasado —con armas y bagajes— a la órbita norteamericana y parece incluso dispuesta a dar la vuelta al calcetín —según se dice en el lenguaje coloquial— del modelo societario español; y además intentando hacerlo (cuando menos en algunos aspectos importantes) sin dignarse siquiera reformar ese Derecho positivo formalmente para no armar polvareda, tal como se advierte paradigmáticamente en los temas de organización corporativa últimamente mencionados.

Hay dos ideas centrales que conviene recordar de entrada en este punto, por si alguno no se ha percatado todavía de su trascendencia. La administración de las sociedades anónimas se rige en España por las mismas normas, tanto si las sociedades cotizan como si no. El código de buen gobierno corporativo rompe esa unidad de régimen, proponiendo un sistema alternativo para las compañías cotizadas. Ésta es la primera idea que conviene destacar aunque no sea nada dramática en apariencia, sobre todo si tenemos en cuenta que, en las materias que ese código y sus normas de desa-

rrollo abarcan, la legislación española es también notoriamente «abierta», en sentido parecido al antes mencionado para Estados Unidos. Ésta es la segunda idea que hay que retener asimismo y que efectivamente parece rebajar cualquier dramatismo para proclamar la básica compatibilidad del Código de buen gobierno y el Reglamento-tipo dictado para su desarrollo con Ley de Sociedades Anónimas.

Yo no negaré que vistas las cosas de ese modo, las prescripciones españolas en materia de *corporate governance* caben en un setenta y cinco u ochenta por ciento dentro del esquema legal, entendiendo ahora por esquema legal no solo normas imperativas de aplicación directa, sino también las que marcan los dominios de las materias reservadas a los estatutos, donde la doctrina más autorizada sitúa por cierto los asuntos más polémicos del código referido (Esteban, G., 1998, 174, 176, 189, 190, 196, 207).

Materia estatutaria es, por ejemplo, la composición de los consejos (art. 123-2 LSA), cuyo régimen no se corresponde en nuestro Derecho positivo con la solución «recomendada», tanto cuantitativa como cualitativamente, en los mencionados textos de buen gobierno. Estas cosas, que la ley atribuye a los estatutos o a la propia junta, no puede alterarlas un Reglamento-tipo, aunque cuente con la anuencia de la CNMV y se incorpore por la sociedad a otro de régimen interior. Por consiguiente, su aceptación por la compañía no es capaz de modificar las competencias de la junta general; y, si ésta decide organizar la administración en forma distinta respecto de la prevenida en dicho texto, prevalecerá la decisión mayoritaria.

Similar contraste, aunque en este caso la discordancia se muestra directamente con la Ley, es el que puede producirse entre el derecho de minoría a nombrar consejeros por el mecanismo de representación proporcional y la composición «recomendada» de consejeros independientes. En este caso las llamadas normas de «buen gobierno» deben decaer frente al sistema sancionado en el artículo 137 de la Ley, que podrá ser discutible, pero no se ha modificado y, por tanto, sigue vigente.

La pretensión de limitar la edad para ser administrador a los setenta años tampoco es admisible. Como la Ley no establece tal límite, pretender crearlo a sus espaldas, sobre todo siendo previsión de carácter restrictivo, es por sí mismo asunto de validez dudosa; y creo que derechamente inválido si los estatutos establecen una más alta, al amparo de la letra *h* del artículo 9 LSA.

Otro asunto crucial es el de la remuneración de consejeros, que el artículo 24.2*b* del Reglamento-tipo presenta de modo preferente como asunto de transparencia cuando, más allá de esa publicidad

de las retribuciones de los administradores, existen malas prácticas sobradamente conocidas (me gustaría tratar alguna vez con amplitud las llamadas *stock options*) que en más de un caso tropiezan además con el entendimiento jurisprudencial de las normas vigentes, orientado, como es bien sabido, a considerar incompatible la disciplina laboral con la mercantil. Las reglas de «buen gobierno» no solo no eliminan ni corrigen prácticas incorrectas, sino que, al pedir transparencia de lo que se percibe como miembro del Consejo y como trabajador de alta dirección, están permitiendo actuaciones desviadas que habría que analizar en concreto, y que en los casos más graves suponen un auténtico «vaciamiento» de la función administrativa. Así sucede, desde luego, cuando los puestos ejecutivos, que suponen la condición de administrador y por tanto la *obligación* de administrar, se declaran estatutariamente como de carácter gratuito y luego se retribuyen en base a una relación laboral superpuesta y que tiene el mismo contenido funcional, «desplazando» v. g. la condición de órgano delegado al papel de director general.

Y, ya que hablamos de la delegación de facultades administrativas, habrá que añadir que por lo menos algunas de las pretendidas *comisiones* previstas en las normas de «buen gobierno» ni son órganos sociales, ni tienen la condición de delegados, ni pueden siquiera mitigar la responsabilidad directa de los miembros del Consejo. Son simples mecanismos materiales de apoyo en la realización de sus tareas o, como mucho, colaboradores en el cumplimiento de las mismas. Pero, en nuestro Derecho, al menos entre tanto no se modifique el esquema legal de delegación de las facultades del Consejo, está clarísimo que para poder hablar de «comisiones ejecutivas» propiamente dichas, al menos sin producir un grave riesgo de confusión en el tráfico, tenemos que estar ante sistemas de actuación que resulten *sustitutivos* de la actividad del Consejo, no de simples expedientes *auxiliares* al servicio del desempeño de su actividad administrativa.

Más grave todavía que lo anterior (que, a la postre, es una falsa delegación), resulta la previsión contenida en la disposición 5-2 del Reglamento-tipo, cuando establece que la delegación puede hacerse a favor de órganos ejecutivos y equipos de dirección, esto es, los llamados *officers* de los países anglosajones, lo que parece apuntar hacia la posibilidad de delegar en quienes no reúnen la condición de consejeros, cosa que, en mi opinión, es absolutamente ilegal en nuestro Derecho, donde el consejo sólo puede instituir delegaciones de facultades designando a quienes van a ostentarlas precisamente *de su seno*. tal como dice el artículo 141 LSA.

Por último, que no en último lugar, existen cuestiones en materia de paridad de tratamiento que siendo difíciles de enjuiciar en abstracto, lo son mucho menos en el plano concreto que ahora señalaré (Martínez, 1999, 42 ss.; 326 ss.). Y en este sentido las mayores posibilidades informativas reconocidas a los llamados «inversores institucionales» son criticables tanto desde la óptica del Derecho de sociedades como desde la que preside el Derecho del mercado de valores. Desde la primera porque atenta a esos *principios configuradores de la sociedad anónima*, aludidos en el artículo 10, que con tanta desenvoltura estamos alterando; concretamente afecta ahora a la igualdad respecto de la titularidad y alcance del derecho de información, según pide la paridad de tratamiento entre accionistas. Y, desde la perspectiva del Derecho del mercado de valores, porque socava la filosofía de *full disclosure* que lo preside y alimenta canales de «información privilegiada», a favor además de los inversores más sofisticados que, por definición, necesitan seguramente menos protección que la masa inerte de los pequeños accionistas dispersos (Alonso, C., 1998; Tapia, A., 1995, 104)

IV

Por aquí venimos a parar en un cruce de caminos que suministra otro excelente punto de partida para plantear algún tema más, e igualmente ignorado por la mayoría, sobre las relaciones que median entre ambos sectores del ordenamiento. Antes de entrar en ello, me gustaría, sin embargo, mencionar un par de cosas aún sobre el asunto anterior.

Se habrá advertido que la falta de concordancia entre la LSA y las distintas piezas que articulan las reglas de buen gobierno las he limitado a siete u ocho puntos. Desde un planteamiento cuantitativo o numérico, según anticipé, no son ciertamente muchas cosas; pero en perspectiva cualitativa ya habrán advertido todos que se trata de asuntos centrales y de extraordinaria importancia. Con el mayor respeto para los muy ilustres compañeros y «expertos» que asumieron semejante encargo, soy de la opinión de que estas cosas suelen producirse cuando son los propios cultivadores del Derecho quienes no tienen inconveniente en hacer malabarismos con el *imperio de la ley* en aras de un posibilismo jurídico digno de mejor causa y a veces desconsiderado con, o ignorante de, las claves que dan sentido a los distintos sistemas legislativos o que permiten un uso correcto y provechoso de las experiencias que nos brinda el Derecho comparado.

Hago esta segunda afirmación porque lo que puede no ser discordante en el marco global de las diferentes leyes estatales de Estados Unidos, y hasta resulta explicable desde la experiencia de otros sistemas anglosajones, es por el contrario muy mal tejido para trasplantes en el marco de los sistemas jurídicos europeos. Y, por si alguna duda tuviéramos sobre dicha incompatibilidad, Gran Bretaña, que de todos esos países es seguramente el que ofrece el sistema de mayor similitud institucional y parentesco general con Estados Unidos, Canadá o Australia, por referirme a los principales sistemas anglófilos en los que proliferan tales códigos de buen gobierno, ha dado una lección impagable al resto de los ordenamientos continentales europeos al encomendar a su Comisión de Codificación, que no a «comisiones de expertos» ni *think-tanks* (que ojalá fueran tales «tanques de ideas»), el planteamiento de las reformas que es necesario introducir en la legislación correspondiente para dar respuesta adecuada a las necesidades y transformaciones experimentadas por la administración de las sociedades anónimas de nuestros días. Porque en estos asuntos es menester no llamarse a engaño, no escatimar la prudencia y tener siempre muy claros los límites y objetivos, ya que, de uno u otro modo, antes o después, las materias de que venimos hablando son irremediablemente tema de ley. ¿Qué es lo que ha pasado en Gran Bretaña? Pues que, tras no pocos esfuerzos y algún tiempo de trabajo, coincidiendo precisamente con la elaboración de nuestro código de buen gobierno (que no parece haber recibido su influencia), en ejemplar actuación conjunta y compartida, la *Law Commission* inglesa y la *Scottish Law Commission* han dado a la luz un documento mucho más extenso y estudiado, de casi 500 páginas (con sus apéndices que resumen toda la experiencia comparada de interés para el asunto), y que con mayor modestia califican de simple *consultation paper*. Lleva el número 153 de los que publica la Oficina de Su Majestad y, en la versión que yo conozco, aunque los autores ingleses dieron cuenta de ello con anterioridad, lleva fecha de 1998. Lo recuerdo aquí no solo para llamar de nuevo la atención de nuestra Comisión General de Codificación, en esa reivindicación necesaria de sus competencias por la razón ya referida del imperio de la ley, sino también por cuanto, aun no compartiendo ya todos sus puntos de vista, tal documento resulta, para mi gusto, el trabajo más sólido de cuantos se han realizado en ese ámbito y una pieza cuyo descuido, por parte de quienes detentan (o sustituyen) la iniciativa legislativa es secillamente inadmisibile. Se titula así: *Company directors: regulating conflict of interests and formulating a statement of duties*, lo que bien podríamos traducir al castellano como «Administración

de sociedades anónimas: cómo regular conflictos de intereses y declaración de los deberes correlativos». Este era el ejemplar ejemplo, si se me perdona la redundancia, que al principio había dejado anunciado y pendiente de explicar sobre la orientación más legalista y tuitiva del Derecho británico respecto del norteamericano y continental europeo; ejemplo interesantísimo que ahora recupero para quienes pueda servir de ilustración y se interesen en conocer con seriedad cómo funcionan los diferentes modelos societarios.

Yo no me cansaré de insistir acerca de mi preferencia por las reformas respetuosas con la tradición de cada sistema; pero no es el caso de España. Porque, además de las que, con cuerpo de ley y alma de arbitrimo, ha propiciado dentro de la sociedad anónima la que modifica el mercado de valores, la segunda y ya vigente ha dado otro paso de gigante, si la modificación a la que voy a referirme no se neutraliza en contra de la «flexibilidad» y «orientación eficientista» con que quiere presentarse tratando de inaugurar paradójicamente entre nosotros el expediente más antiliberal que imaginarse pueda, esto es, la articulación de un auténtico *control externo* de las sociedades cotizadas por parte de la CNMV que anteriormente no existía (Sánchez, A., 1999, 164).

¿Por qué digo esto? Porque tras vendernos como el *summum* de la modernidad la aceptación por vía estatutaria o de reglamento de régimen interior de las normas de «buen gobierno», presentándolas como simples «recomendaciones» y expediente poco más o menos deontológico que, a modo de código de «estilo», cada cual es muy libre de asumir o rechazar, resulta que quienes voluntariamente lo asuman y luego lo violen, incluso en aquellos aspectos que (como queda dicho) no están en condiciones de prevalecer sobre la reserva de ley o la autonomía estatutaria, no solo pueden verse reprendidos por la autoridad paterna «recomendante» y recibir ocasionalmente un cariñoso tirón de orejas por parte de la CNMV, sino que, a merced a una modificación tan sutil como importante, y que seguramente habrá pasado inadvertida para la mayoría, ese comportamiento es ahora sancionable como infracción de las normas de conducta, que, tras las reforma, son aplicables también a los *emisores*, cuando se trata de *reglamentos internos* por ellos «asumidos» (art. 78 LMV).

V

Hay que advertir, con toda claridad, que este cambio, de apariencia minúscula, modifica de forma radical el tema de las relacio-

nes entre el régimen privado y mercantil de las sociedades cotizadas y el mal llamado régimen administrativo del mercado de valores. Voy a explicar ahora por qué razón yo no creo que la *Securities Regulation* sea básicamente Derecho administrativo.

He escrito alguna vez que la figura de las llamadas «agencias independientes» cobra sentido de manera especial en aquellos ámbitos de actuación que reclaman un tratamiento técnico o económico muy cualificado. Como tantas veces sucede, también la falta de entendimiento de los modelos comparados pasa factura, de suerte que la generalización indiscriminada de semejante esquema a toda clase de actividades y sectores perturba el funcionamiento no ya del Derecho mercantil, sino del propio Derecho público. Alguien debería explicar a nuestros gobernantes que el sistema de agencias, como expediente de actuación práctica de los poderes que disfruta el Presidente USA por delegación, es poco más o menos en Estados Unidos lo que llamaríamos nosotros Administración ordinaria en casi toda clase de materias. En Europa, sin embargo, es lo contrario; y las agencias entran más bien en funcionamiento como mecanismo excepcional, ante la falta de eficacia de la Administración pública tradicional en esos otros ámbitos más sofisticados que antes aludía. Y he escrito también que, por lo que toca al sector financiero, que aquí y ahora interesa más concretamente, tales organismos de supervisión, a pesar de que han sido frecuentemente criticados como nueva expresión del intervencionismo administrativo, bien puede decirse que en su diseño institucional más íntimo no pretenden sustituir la iniciativa privada ni alterar las reglas del mercado, sino que se configuran más bien como instancias preventivas frente a las desviaciones que puede experimentar aquel modelo económico, tratando de asegurar su puesta en práctica y de reestablecer su buen funcionamiento –cosas no tan «naturales» como algunos creen– cuando las condiciones del referido mecanismo resultan indebidamente alteradas (Sánchez, A., 1995).

Pero, dejémonos de generalidades y vayamos al corazón de las cosas. ¿Cuáles son, en la práctica, los factores que perturban el funcionamiento ideal de un mercado público? Pues básicamente pueden reducirse a tres, a saber: la manipulación de los precios, los conflictos de intereses, y la información asimétrica, por usar un término más querido de los economistas, que nosotros llamamos la desigualdad en la información, y cuyo efecto perverso –de ahí la gravedad del *insider trading*– es socavar la credibilidad del mercado mismo. Por eso, la clave de arco de todo el sistema de *Securities Regulation* es el deber de *full disclosure*, que impone incluso la ruptura del secreto de la empresa cuando hay que dar cuenta de

hechos relevantes, cuando hay que desmenuzar los arcanos societarios para que el público conozca los *riesgos* o posibles *defectos* ocultos *de la cosa*, es decir, de los valores que se ponen a la venta, o cuando las auditorías deben informarnos de *salvedades*, *contingencias*, u otras posibles fuentes de peligro para el normal desarrollo del negocio que debe procurar a dichos valores (que son cosas fructíferas), su correspondiente rentabilidad. Todo esto no tiene nada que ver con el Derecho administrativo y tiene su precedente último –luego hablaré del próximo– no ya en el Derecho mercantil, sino en el civil más acreditado y añejo. Cuando se instituyeron los ediles curules en Roma, que fueron el primer *watchdog* de un mercado público, lo que se pretendía era que los tratantes profesionales de ganado no abusaran de su mayor conocimiento de los defectos de los animales con los que comerciaban y no se fueran de «rositas», como se dice en lenguaje vulgar, tras «colocar» al ciudadano romano lo que también coloquialmente llamamos «una burra». Así nacieron las obligaciones de *disclosure*, el deber de informar de buena fe, y se sentaron, en definitiva, las bases de la responsabilidad precontractual. La acción redhibitoria y la *quanti minoris* son así la primera manifestación institucional –entonces creada, que no solo supervisada, por una magistratura pública– de esa filosofía que hoy llamamos de la «transparencia» (Sánchez, A., 1994, 215).

Por cierto, y es muy importante precisarlo, así, cuando no existe esa desigualdad informativa entre una y otra parte contratante –o nadie en el mercado sabe más, si queremos referirnos ahora a las actuales operaciones en masa, que no suelen realizarse *face to face*– la existencia de factores determinantes del fracaso de las expectativas de una de las partes de la relación contractual no produce consecuencias jurídicas en un negocio que ha sido entonces correctamente celebrado. Esto tampoco es Derecho administrativo. Daré un ejemplo específico y otro de Derecho privado tradicional, para que se me entienda.

En las primeras Bolsas, que no estaban abiertas al público e inclusive eran clubs herméticos y cerrados, según ha recordado Max Weber, se suponía que todos los comerciantes profesionales que en ejercicio de su tráfico compraban y vendían valores en ellas estaban provistos de la misma información; y por consiguiente el *insider trading* no estaba sancionado, por aquello que «de calé a calé no vale la buenaventura», dicho sea con el máximo respeto a la etnia gitana. Y añadiré todavía más, la regla mercantil tradicional no ha sido tampoco distinta en los contratos bilaterales propiamente dichos, inclusive entre partes que negocian personalmente las condiciones de la operación. Baste recordar ahora el ámbito del

seguro marítimo y más concretamente la modalidad conocida como seguro sobre «buenas o malas noticias». Si el tomador ignoraba, cuando contrató la póliza, que el barco ya estaba perdido o se había ido a pique, el asegurador, que también desconocía la previa producción del siniestro, no puede rescindir el contrato y está obligado a pagar la indemnización (arts. 784 a 786 del Código de comercio). Obsérvese, pues, cómo el tema de la simetría y la asimetría de la información se han tratado siempre diferentemente por el Derecho privado, que no sólo ni inicialmente por el administrativo, aunque, en los casos de mayor desigualdad informativa, desde Roma sea normal poner al cuidado de una magistratura pública esa disciplina jurídica.

No crean ustedes que estoy llevándoles por caminos trillados, tratando de arrimar el ascua a mi sardina de mercantilista. Primero de todo, porque, lejos de ser caminos trillados, los espacios que ahora intentamos explicar constituyen más bien de una suerte de *terra ignota* que pocos han sido capaces de llegar a entrever; y, en segundo lugar, porque a mí me gusta dar al César lo que es del César; y si el César es el Derecho administrativo que se lleve su óbolo; y para demostrarlo restituiré luego a esa rama del Derecho algunos sextercios. Pero no es todavía el caso aquí y ahora. Veamos, pues, un poco mejor, cómo se plantea la *Securities Regulation* en su antecedente más próximo.

VI

Es normal afirmar, y además es cierto, que el sistema de *Securities Regulation* o legislación sobre los mercados de valores es producto de la política de *New Deal* del Presidente Roosevelt, surgida tras la crisis del 29 y el avance de la Gran Depresión. Pero ¿de dónde sacan esa filosofía de *full disclosure* los asesores del Presidente que elaboraron la *Securities Act* primero y la *Exchange Act* seguidamente a comienzos de los años treinta? Pues de dos fuentes mercantiles bien distintas, una de las cuales eran conscientes que estaban incorporando y otra oculta que no se percataron que palpita por detrás. Básicamente, la obligación de los emisores que ponen valores en el mercado de informar sobre su contenido y sobre las características del propio emisor la toman los americanos de los programas de fundación, que desde el siglo anterior ya estaban consolidados en la legislación inglesa de sociedades. Estos programas —que nuestra ley de 1951 y la actual conservan— los llaman ellos *prospectos* igual que nosotros denominamos todavía los que acom-

pañan a los productos farmacéuticos, porque también los valores son «mercancías peligrosas». Los norteamericanos no conocían o acceden tardíamente a los prospectos por legislación de sociedades; ya que como en los tiempos de nuestro viejo Código de comercio, y según vimos pretendían también los representantes de Hamburgo en la Conferencia de Nuremberg, se pensaba entonces (en clave crudamente liberal) que cada cual debe cuidar sus propios intereses y que la venta de valores debe seguir la regla tradicional del *caveat emptor* (Loss, 1988, 3-7; 25-35). Todavía hoy, más relevante para la comercialización de valores que los llamados *State Blue Sky Laws* (legislación estatal de sociedades) son los *State Securities Acts* (leyes de valores que acostumbra a seguir el patrón de la *Uniform* revisada en 1985) y, sobre todo, la coordinación con el sistema de registro federal en las oficinas de la SEC (*Securities and Exchange Commission*). Así, pues, cuando los sistemas europeos retomaron la técnica del folleto de los americanos, como pieza superpuesta al programa de fundación, como información añadida a un aumento de capital, o en cierto modo, al proceder a la emisión de obligaciones, no se dan cuenta que, con diferente alcance —que mejor habría sido refundir— están disponiendo poco más o menos, «dos albardas para el mismo burro». Ciertamente no faltaban algunas diferencias porque, tal como se ha señalado autorizadamente, nuestros programas hacían mayor hincapié en la aportación de datos jurídico-formales que en la aportación de información económica y financiera (Girón, 1974).

Pero no acaba aquí la historia, aun cuando es cierto que en la aplicación de la *full disclosure* y en las resoluciones administrativas y jurisprudenciales que aplican esa legislación —y sobre todo las que sancionan el *insider trading*— se destaca que la violación de la obligación de informar y el abuso de información privilegiada no solo atenta contra la buena fe, sino que resultan derechamente anti-jurídicas, generan responsabilidad, y hay que tratarlas como una manifestación de la figura del *fraude* (que es más o menos la expresión anglosajona de dolo, como categoría general). Pero lo que no advierten esos aplicadores del Derecho, como no lo hicieron tampoco los consultores y parlamentarios que tomaron la solución de la legislación inglesa de sociedades, es que semejante filosofía tiene su causa última en otro terreno, que tampoco es el más antiguo de los vicios ocultos de la cosa vendida, antes recordado. El origen de la solución que comentamos hay que buscarlo en el propio sector financiero, aunque no en la Bolsa, que según vimos convivía con los *insiders*; ni tampoco en el comercio bancario que, sobre todo en el modelo germánico de *banca universal*, reduce el papel de los mercados de valores, controla la concesión de recursos tomando

asiento en los consejos de las empresas participadas y aprovecha así las sinergias —según se dice ahora— de una información no pública que otros ignoran y de la que esos bancos disponen en grado eminente (con gran benevolencia y mayor relativismo lo ha estudiado *The World Bank*, 1992).

Cuando yo me enfrenté por primera vez con la búsqueda de las claves del enigma que ahora nos ocupa, me volví hacia el mundo del seguro; y todavía sin hablar de mi borrosa intuición original, cuando me decidí a preguntar a mis discípulos (que son mercantilistas de buen criterio) qué les parecía este asunto, tuve la satisfacción de advertir que también ellos apuntaban al mismo frente, enlazando *full disclosure* con la prohibición de la reticencia dolosa. ¿Razón? Porque de todos los contratos mercantiles, el de seguro es el que de forma más clara invierte los términos de la aludida asimetría informativa. Es el tomador del seguro y no la compañía aseguradora el que conoce mejor los riesgos de la cosa; y, lo que no es menos importante, además puede manejarlos a su antojo. Y, por esa razón, el asegurador tiene que fiarse de lo que la otra parte le diga. Los comerciantes, que no suelen ser dados a practicar generosidades cuando se trata de favorecer a los demás, mantuvieron siempre, con todo fundamento y en beneficio propio, que el contrato de seguro no es simplemente un negocio sujeto como cualquier otro a deberes informativos precontractuales de carácter general. Es mucho más que eso: es un negocio *ex uberrima bona fide*, cuyas piezas centrales son el *deber de declaración exacta*, y las *Obliegenheiten* o deberes conexos (que dicen los alemanes) que sujetan al contratante a comunicar la agravación del riesgo y a dar cuenta temprana de la producción del siniestro, entre otras cosas. Esa vieja intuición mía, que me llevó —según queda dicho— a explorar el seguro de «buenas y malas noticias» (en el mercado de valores el punto neurálgico de la obligación de *disclosure* es precisamente y siempre lo que se llaman *bad news*), en aproximación que luego con satisfacción he visto compartida por mis discípulos, hoy puedo confirmarla de manera más precisa con alguna prueba añadida.

Uno de los pocos, y también de los más grandes, juristas americanos de formación generalista de estos últimos tiempos ha escrito no hace muchos años un libro muy interesante sobre las transformaciones del Derecho estadounidense entre los años 1780 y 1860 (Horwitz, 1992, 226). Pues bien; nuestro tratadista entiende precisamente que la evolución del seguro viene marcada no sólo por el desarrollo de la ciencia actuarial, sino también por el papel que ese contrato desempeña en el tratamiento de la *misrepresentation*; y si vinculamos ese aspecto acerca de la teoría general de los contratos

capaces de generar una falsa imagen negocial con lo que llamó otro autor insigne «*The English history of prospectus disclosure*» –a la que también antes me he referido en esta charla (Loss, 1988, 25)–, a mí no me parece demasiado aventurado suponer que el sistema de *prospectuses* y programas de fundación de la legislación inglesa de sociedades hay que ponerlo en relación, además, con el deber de declaración exacta (que llaman los americanos *accurate*) que previamente se había consolidado en la disciplina del seguro. Concebido hoy el objetivo confeso de la *Securities Regulation* norteamericana, según nos dicen los autores que mejor la conocen, como un asunto precisamente de *accuracy* y no solo para las declaraciones o *statements* a registrar, sino incluso como la única exigencia institucional que puede garantizar la correcta formación de los precios (Kitch, 1996, pp. 4 y 14-16), bien podemos cerrar el círculo, no exento obviamente de flecos, que explica los diferentes componentes de los que se nutre la filosofía de la transparencia en los mercados de valores. Si todo esto es Derecho administrativo, significa que yo ya no sé una sola palabra de Derecho; y, cuando menos, debería cambiar de especialidad, si es que no se estima prudente jubilarme directamente.

VII

Tras esta exposición, podemos avanzar ya mucho más rápidamente en el examen de los otros dos problemas crónicos que también determinan la necesidad de una regulación vigilada –y a mí no me parece mal que lo sea por autoridades *ad hoc*, si no se extralimitan de su ámbito– para todo el tráfico de valores. Junto con las desigualdades informativas, esos problemas son el riesgo de que los intermediarios otorguen preferencia o determinados intereses –y primero de todo al propio– frente otros igual de atendibles o incluso prioritarios; y por último que el mecanismo económico bajo el que funciona el mercado, que no es otro que la ley de la oferta y la demanda y el aprovechamiento del sistema de precios, pueda llegar a pervertirse aún más gravemente a través de falsas operaciones, de su multiplicación innecesaria, de «aparcamientos», tejemanejes con acciones propias y la manipulación de las cotizaciones a secas, para referirnos de manera muy clara a las prácticas más usuales que alteran esas reglas del juego. Y para empezar precisamente por los falseamientos y manipulaciones propiamente dichas hay que añadir que, a diferencia del *insider trading* que –como hemos visto, es corolario de un determinado modelo de regulación y no existió his-

tóricamente como actuación sancionable en las primeras Bolsas de comercio— los falseamientos del mecanismo de precios siempre estuvieron prohibidos; y las manipulaciones puras y duras además penalmente, incluso antes que mercantilmente. Dicho con una vieja expresión bien conocida, los abusos de información privilegiada son *mala quia prohibita*, mientras que las manipulaciones son *mala quia peccatum*. Lo que ocurre es que esa óptica penal, que funciona siempre como *ultima ratio*, que se rige por el criterio de intervención mínima y por los principios de legalidad e *in dubio pro reo*, ha condicionado el progreso del tratamiento general de una figura cuyas múltiples y sinuosas manifestaciones se resiste a los intentos de tipificación y precisión de régimen que pide la dogmática jurídico-criminal. Apresuradamente, a mi juicio, los supuestos que no entran en el *tipo puro y duro*, se consideran comportamientos «mercantiles», cuya admisibilidad o rechazo ya no se hace en términos de causas de justificación o excusas absolutorias, abriendo así la puerta a un territorio confuso, que habría que analizar caso por caso, pero que el sector económico correspondiente aprovecha —y no siempre justamente— para tolerar operaciones de «estabilización» de cursos, de aparcamiento y tráfico de acciones propias, etc., cuyo tratamiento debería ser mucho más matizado. Todo esto, si me permiten decirlo en términos metafóricos, es «droga dura», requeriría un examen mucho más prolijo, y no puede desentrañarse al término de una charla miscelánea, a la que ya tenemos que poner término (alguna consideración en mi Prólogo a Fernández Araoz, 2000).

Es más sencillo de entender, en cambio, que los temas de conflicto de intereses tienen entronque con el principio de prioridad hacia los superiores del cliente que ha presidido desde toda la vida la disciplina del mandato y de la comisión mercantil o, para quienes prefieren los conceptos angloamericanos, las relaciones de agencia. Tampoco esto es Derecho administrativo y debo aprovechar, de una vez por todas, para deshacer otro equívoco en el que pueden caer quienes se hayan dejado seducir en exceso por los cantos de sirena de ese método tan de moda en nuestros días y que hoy suele llamarse «Análisis Económico del Derecho». Algunos economistas muy respetables —pues ya se sabe que los simples epígonos suelen acentuar los defectos de sus maestros— han confesado con encomiable humildad que, deslumbrados por el modelo del mercado, han descubierto tardíamente lo que llaman ellos la economía contractual: para entendernos, la que nosotros, los juristas, hemos estudiado desde toda la vida, y donde, a falta de lo que ellos llaman *preferencias declaradas* (que orientan la oferta y demanda, produciendo un ajuste objetivo del precio), hay que moverse tanteando lo

que puede interesar a unos y otros y afinando la articulación de factores con la asunción del riesgo consiguiente, que ha sido siempre la función del empresario. Por eso Ronald Coase, que es Premio Nobel y también jurista, contrapuso el modelo económico del *mercado* al modelo que los economistas conocen como el de la *firma*; y detrás del uno y del otro modelo, con diferente alcance en ambos casos, funciona todo un conjunto de técnicas que sustentan lo que los especialistas llaman ahora la economía contractual (Coase, R., en Verin y Wijkander, 1992, pp. 1 ss. y 332 ss.).

Aunque los más respetables entre semejantes especialistas no nos hubieran advertido que los economistas entienden estos asuntos sólo medianamente, es cosa que se nota bastante. Y un buen ejemplo de ese entendimiento excesivamente genérico y poco matizado es precisamente la simplicidad con que aplican la doctrina de lo que ellos denominan *relaciones de agencia*. En economía una relación de agencia es todo supuesto en que alguien (lógicamente titular de un interés propio) tiene encomendada la realización de otro u otros ajenos. Pues bien; bajo ese modelo económico elemental el Derecho que, como dijo Adam Smith es la más importante —y según Kelsen también la más antigua— de las ciencias sociales, acostumbra a separar por lo menos tres tipos de relaciones distintas, a saber: i) las ya mencionadas de partes con intereses contrapuestos, pero sujetas, de uno o ambos lados, al juego de la buena fe; principio que no impone dar prioridad al interés ajeno, pero impide asegurar la consecución del propio de cualquier modo; ii) las relaciones de agencia o comisión *sensu stricto*, que tampoco impiden atender y cuidar el propio interés (razón por la que el comisionista debe no solo cobrar la comisión, sino quedar idemne por el cumplimiento del encargo), pero que exigen contemporáneamente, en un escalón más alto, dar prioridad o *preferencia* al interés ajeno; y iii) en un tercer nivel de mayor rigor aparecen, en fin, las relaciones fiduciarias propiamente dichas, en la que ni siquiera basta dar prioridad a los asuntos de otro, pues la regla es la imposibilidad de aprovechar a nuestro favor cualquier oportunidad de negocio, ya que hay que defender *en exclusiva* el interés ajeno que nos ha sido confiado.

Todo esto no se sabe bien por los economistas, se ha olvidado por muchos juristas o se aprovecha por unos y otros para hacer ejercicios sobre el trapecio, cuando esas oportunidades de negocio sobrevienen. Se comprenderá así mucho mejor el barullo que en todos esos temas muestran algunos operadores y también el que, a veces, embarga al propio regulador no avisado, cuando se enfrenta con las malas prácticas de los intermediarios, que en lenguaje

anglosajón suelen designarse siempre en gerundio y a menudo se escriben también con *s* líquida (*scalping, screaming, switching, front-running, churning, twisting, etc.*). A la postre, lo que ese sector de la regulación de valores está reclamando a gritos es un tratamiento jurídico adecuado de relaciones contractuales conflictivas de diferente carácter, que empiezan ya a estudiarse entre nosotros con mayor profundidad.

VIII

Al final de este largo periplo, y no por hacer propaganda de obras propias, debo remitir a mi libro *Sociedad anónima «Modelo 1998»*, para el análisis de las piezas concretas de la Ley de Sociedades Anónimas, que fueron modificadas primeramente por la Ley de Reforma del Mercado de Valores y luego por la Ley de Acompañamiento de 1998; y ofreciéndome naturalmente a intentar resolver en el coloquio las dudas que en torno a todo ello se planteen. Diré, para terminar, que el Derecho del mercado de valores tiene, a pesar de todo, una parte que sí recuerda efectivamente en mayor grado el Derecho administrativo, y que hasta puede resultar algo proteccionista, aunque justificadamente, si la regulación es adecuada. Se trata de aquella parte de su disciplina que nutre lo que con terminología de Tomás Ramón Fernández podríamos llamar un *ordenamiento sectorial* y que puede explicarse también jurídicamente en término de *relaciones especiales de sujeción*, aunque la categoría goce de menor predicamento (Fuentes, M., 1994, pp. 208 ss.). Cuando yo estudiaba Derecho administrativo, estas relaciones se calificaban de *supremacía especial* y se explicaban como el correlato o lado activo de una suerte de tutela que el supervisor ejerce sobre los supervisados. En el ámbito de los mercados de valores, y solo de manera parecida a lo que sucede en el sector bancario, esa supremacía se asienta sobre razones económicas muy atendibles de tutela de la solvencia de los operadores y, en menor grado, de prevención del llamado «riesgo sistémico» o de colapso del mercado que, por influjo una vez más de la terminología de los economistas, son asuntos que se resumen ahora bajo la rúbrica del *control prudencial*. Los pensadores más ultraliberales suelen considerar que estamos ante medidas a menudo «paternalistas». No creo yo que lo sean forzosamente todas, o al menos siempre. Me refiero a las reglas más importantes sobre consumo de recursos propios o el establecimiento de otros «colchones» para momentos difíciles; puede serlo quizás el Fondo de Garantía de Inversores, según he

señalado en otro lugar, pero ya no tengo tiempo aquí para más aclaraciones (Sánchez, 1999). Las razones por las que estimo injustificada la última reforma de la sociedad anónima respecto de asuntos no aludidos todavía, y en particular aquellas otras por las que no creo que las acciones rescatables sean capital, sobre todo si el rescate puede pedirlo el socio cuando le venga en gana (lo que las convierte en pasivo exigible en estado puro); los fundamentos que me mueven a pensar que la disciplina actual sobre derecho de suscripción permite meter la mano en el bolsillo de nuestros accionistas (en todos los casos en que el valor *neto patrimonial* no coincide con el «real» o intrínseco de la acción), y las causas del fracaso pasado y futuro de las acciones sin voto; o el disparate de la inscripción del aumento de capital tras la reforma los he dejado oportunamente expuestos en ese estudio mío recordado al principio de este número y a él me remito ahora. Igual que lo hago para los temas de falta de legitimidad y aun sobre la muy dudosa legalidad de cambio normativo mencionado a otro estudio en preparación sobre esos asuntos «mayores» que próximamente entregaré a alguna revista especializada y del que también puedo ofrecer a quien le interese una versión provisional. Muchas gracias a todos por su atención **.

REFERENCIAS

- ALONSO, C.: «El papel de la Junta General en el gobierno de la sociedades cotizadas», 615-654, en la obra citada a continuación.
- ESTEBAN, G. (Ed.): *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid 1999.
- «Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas», *ibidem*, 25-51.
- «La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo», *ibidem*, 137-212.
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A.: *Las normas de conducta en los Mercados de Valores*, Madrid, 2000.
- FUERTES, M.: *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Valladolid, 1994.

** El retraso con que suelen aparecer los libros-homenaje ha determinado que también este último estudio haya visto la luz antes de la publicación del trabajo que ahora presentamos. Con el título «La Sociedad Anónima y el Mercado. Obsevaciones al paso de una reforma indebida» puede consultarse ya en la *Revista de Derecho de Sociedades* concretamente en *RdS* 2000. También ha sido publicado por el camino mi estudio sobre otro de los temas que se comentan en el texto (cfr. «Las llamadas *stock options* y las fórmulas mágicas de la Ciencia Jurídica», 2, *Revista Jurídica de Estudiantes UAM*, 2000, pp. 21 ss.).

- HORWITZ, M. J.: *The Transformation of American Law, 1780-1860*, Nueva York, Oxford, 1992.
- KAMAR, E.: «A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law», *Columbia Law Review*, 1998, p. 1908-1959.
- KITCH, E. W.: «The Theory and Practic of Securities Disclosure», en *Securities Law Review*, 1996, 3-128.
- LOSS, L.: *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston, Toronto, 1988.
- MARTÍNEZ, M.^a T.: *El derecho de información del accionista en la Sociedad Anónima*, Madrid, 1999.
- MELVILLE, B.: *The South Sea Bubble*, London, 1921
- MIGNOLI, A.: «La societá per azioni oggi. Problemi e confliti», *Rivista delle Societá*, 1990, 1-21.
- ROMANO, R.: *The Genius of the American Corporate Law*, Washington D. C., 1993.
- SÁNCHEZ, A.: «La Protección del inversor y el Fondo de Garantía de Inversiones», *RDBB*, 1999, pp. 111 ss.
- *Sociedad Anónima. «Modelo 1998». Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid, 1999.
- «Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)», voz *Enciclopedia Jurídica Básica*, Civitas, Madrid, 1995.
- «La protección del inversor en el mercado de capitales», *Documento sobre consumo*, Junta de Castilla y León, Valladolid, 1994, pp. 213-227.
- TAPIA HERMIDA, A.: «El papel de los accionistas en el gobierno de las grandes corporaciones: Reflexiones a la luz de algunas crisis financieras recientes», en *El poder de decisión en las grandes sociedades*, Universidad de Deusto, Bilbao, 1995, 99-113.
- VERIN, L., & WIJKANDER, H.: *Contract Economics*, Oxford (UK), Cambridge (USA), 1992.
- WORLD BANK, The: «The Relationship between German Banks and Large German Firms», *Workings Paper*, mayo 1992, Policy Research, Country Economics Department (WPS 900) 1-29 (con apéndices).

