

**El papel del “Derecho” en la crisis.
Algunos aspectos de la regulación
financiera y de las grandes empresas
en su relación con la Economía**

Andrés Recalde Castells

Documento de trabajo 150/2009



Andrés Recalde Castells

Nació en San Sebastián en 1960. Obtuvo la licenciatura de Derecho en 1983 en la Universidad del País Vasco con premio extraordinario. Alcanzó el doctorado con premio extraordinario en la Universidad de Alcalá de Henares en 1989. Desde 1995 es catedrático de Derecho mercantil de la Universidad Jaume I de Castellón. Ha realizado estancias de investigación en varias universidades extranjeras; especialmente en universidades y centros de investigación alemanes (Göttingen, Instituto Max-Planck de Hamburgo) e italianos. Es autor de una extensa obra publicada en la que ha tratado de casi todos los sectores que abarca el Derecho mercantil (mercados de valores, contratación bancaria, transporte, derecho marítimo, derecho de sociedades). Durante los últimos años ha centrado su atención en el régimen legal de las “grandes corporaciones”. Se ha ocupado, en particular, de la organización interna y de la actividad de los directivos regulada a través de los llamados “códigos” de recomendaciones de voluntario cumplimiento.


Ninguna parte ni la totalidad de este documento puede ser reproducida, grabada o transmitida en forma alguna ni por cualquier procedimiento, ya sea electrónico, mecánico, reprográfico, magnético o cualquier otro, sin autorización previa y por escrito de la Fundación Alternativas.

© Fundación Alternativas

© Andrés Recalde Castells

ISBN: 978-84-92424-80-1

Depósito Legal: M-26903-2009

Impreso en papel ecológico 

Contenido

Resumen ejecutivo	5
1. Introducción	7
2. La función ordenadora del Derecho y las políticas de liberalización y desregulación	10
2.1 Cuestionamiento del Derecho legal en los tiempos recientes	10
2.2 Consideración crítica de las políticas de privatización, liberalización y desregulación.....	12
3. Breve examen tópico y fragmentario de sectores del Derecho de la empresa afectados por las políticas de desregulación y liberalización económica	17
3.1 La regulación en el marco de una crisis económica originada en los bancos y en el sistema financiero	17
3.2 Los principios de ordenación de los mercados de valores y los nuevos instrumentos financieros.....	21
3.3 El pretendido carácter científico-técnico de una “ciencia” de la contabilidad que debería quedar al margen de criterios “valorativos”	24
3.4 El régimen de la organización de las grandes corporaciones.....	30
3.5 Valoración crítica sobre la “eficiencia” y “autonomía” de la autorregulación en el “gobierno” de las empresas.....	44
4. Consideraciones metodológicas. El “análisis económico del Derecho”: ¿el nuevo –y único modo– de hacer Derecho?	46
5. Algunas conclusiones provisionales y propuestas en clave política	51
Bibliografía	55

Siglas y abreviaturas

BBT	Banca Borsa e Titoli di Credito
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swaps
CLO	Collateralized Loan Obligations
CMO	Collateralized Mortgage Obligations
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSR	Corporate Social Responsibility
ECFR	European Company and Financial Law Review
Giur. Comm.	Giurisprudenza Commerciale
ICAC	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
ICE	Información Comercial Española
FASB	Financial Accounting Standards Board
LMV	Ley de Mercado de Valores
MIFID	Mercados de Instrumentos Financieros
NIC	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
Not. UE	Noticias de la Unión Europea
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OTC	Over the Counter
Rabels Z.	Rabels Zeitschrift für International Privatrecht
Riv. Soc.	Rivista delle Società
RCDI	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDCP	Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RdS	Revista de Derecho de Sociedades
RDV	Revista de Derecho del Mercado de Valores
SEC	Securities and Exchange Commission
SIV	Structured Investment Vehicles
SPV	Special Purpose Vehicle
ZHR	Zeitschrift für Handelsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

El papel del “Derecho” en la crisis. Algunos aspectos de la regulación financiera y de las grandes empresas en su relación con la Economía

Andrés Recalde Castells
Catedrático de Derecho mercantil
Universitat Jaume I Castellón

La crisis económica ha venido acompañada de un resurgimiento del interés por el Derecho. Foros académicos y organismos políticos debaten sobre la regulación de los mercados financieros, de los agentes económicos, las empresas y sus directivos. Ello representa un cambio radical respecto de la experiencia de liberalización y de supresión de toda cortapisa jurídica al desenvolvimiento de las empresas que caracterizó las últimas décadas. La desregulación se entendía a veces como supresión de las barreras que normas obsoletas (y a menudo determinadas desde intereses sectoriales) imponían a la iniciativa empresarial y a la competencia. Pero en otras ocasiones la experiencia estadounidense, y en general anglosajona, se invocaba para prescindir de toda ordenación legal o para sustituir la existente por reglas voluntarias emanadas de los mismos operadores. A veces ello se justificó en el carácter técnico de algunos sectores de la ordenación económico-empresarial, argumento que contó con cierto predicamento tanto en la ordenación contable como en la de los mercados financieros. La importación del modelo americano de regulación de las grandes corporaciones se sustentaba en su mayor flexibilidad, que se entendía más eficiente. La regulación de las sociedades anónimas debía efectuarse mediante “códigos” de “buenas prácticas” de voluntario cumplimiento porque, así, el mercado conduciría a la estructura de organización interna más ajustada. El mercado también permitiría identificar el criterio que debería guiar la gestión de las empresas, aunque aquí se aprecian tendencias contradictorias, pues al lado de la defensa de una gestión dirigida sólo al incremento del valor de las acciones resurgen propuestas que pretenden una gestión socialmente responsable en la que debían tenerse en cuenta los múltiples intereses afectados por estas empresas. En el ámbito académico nuevas corrientes proponían ampliar el poder de los jueces para producir Derecho y que éstos no se vieran limitados por el valor de “justicia”, pues sus decisiones deberían venir guiadas por los fines de la economía y, en particular, por el objetivo de buscar la solución más eficiente o menos costosa.

- Los cambios en la forma de afrontar la regulación de la economía y las empresas y los llamados “códigos voluntarios de buenas prácticas” son cuestionables desde los fundamentos del modelo constitucional que establece la legitimación para producir normas generales.

- Debe advertirse también de la falacia de la pretendida neutralidad y asepsia política de algunas propuestas que se arrojan en el argumento técnico de la eficiencia, cuando realmente esconden un radical cambio político.
- Los argumentos económicos –y, sobre todo, el de la eficiencia y el ahorro de los costes de transacción– deben utilizarse con cuidado en las reformas legislativas de la economía y del régimen de las empresas, pues no pueden desconocerse otros fines (incluidos algunos de trascendencia económica, como el de la seguridad) que subyacen en opciones políticas diferentes.
- Es imprescindible una reflexión político-jurídica seria sobre la supervisión legal y el control de los mercados e instituciones financieras, que permita entender los elogios que el modelo financiero español ha merecido en el debate sobre la actual crisis.
- Es necesario reconsiderar seriamente algunos aspectos de la liberalización seguida en relación con las formas de contratación en los mercados de valores y con la ampliación de la libertad de emisión y colocación en el mercado de nuevos instrumentos financieros. Hoy se atribuye a la negociación no regulada o a algunos de estos productos la condición de causa directa de algunos de los más perniciosos efectos derivados de la crisis.
- Conviene replantearse la opción que hasta hace poco se ha seguido por un modelo contable que supuso un cambio radical respecto de los principios ordenadores, los fines y los intereses protegidos por la más prudente contabilidad tradicional europea. Aquellos cambios respondían a la influencia del modelo contable estadounidense abocado hacia los mercados; pero no son ajenos a algunos de los más graves problemas de solvencia empresarial constatados en el marco de la crisis.
- La crisis ha conducido a la recuperación (aunque ésta es realmente una cuestión tan vieja como la misma sociedad anónima) de las propuestas de incrementar los controles y la supervisión de los ejecutivos de las grandes empresas, cuya gestión tanto escándalo ha generado. Siguiendo el modelo estadounidense, ello intentaba hacerse sustituyendo el régimen legal imperativo por recomendaciones de voluntario cumplimiento. Pero los poderes públicos no pueden ser ajenos a la determinación de los fines que hay que proteger con el Derecho. Es cuestionable, en concreto, que la competencia para jerarquizar los intereses objeto de tutela recaiga en quienes más incentivos tienen para dañarlos o en el funcionamiento de un mercado que se ha demostrado incapaz de estimular a una gestión leal y correcta de las empresas.
- En el presente trabajo no sólo se cuestiona la forma de regular las grandes corporaciones, sino también se advierte de la necesidad de reflexionar sobre la más adecuada estructura interna del órgano de gestión de las grandes empresas, los sistemas de remuneración de los ejecutivos o la responsabilidad civil por los daños que éstos pudiesen causar. En relación con cada una de estos temas se cuestionan las propuestas que, sobre la exclusiva base de argumentos económicos, demasiadas veces han tendido a incrementar el poder de dirección discrecional de los grandes directivos empresariales.
- Al fin, debe volverse sobre el método de análisis de los juristas y sobre sus relaciones con los métodos de la ciencia económica. Las nuevas propuestas metodológicas que inducen a una exclusiva consideración de las razones y los fines económicos que dicen hallarse en el interior de las instituciones jurídicas corren el riesgo de representar una alteración del sistema de fuentes y comportan cambios políticos carentes a menudo del adecuado respaldo constitucional.

“The Anglo-Saxon model of supervision and regulation of the financial system has failed... the supervisory system relied on self-regulation that, in effect, meant no regulation; on market discipline that does not exist when there is euphoria and irrational exuberance; on internal risk management models... Thus all the pillars of Basel II have failed even before being implemented... Since the pendulum had swung too much in the direction on self-regulation and the principles-based approach, we now need more binding rules on liquidity, capital, leverage, transparency, compensation and so on”.

Nouriel Roubini (*Financial Times*, 9 de febrero de 2009)

1. Introducción

La crisis económica que estamos sufriendo ha venido a colocar al Derecho en el centro del debate. Hoy uno de los principales objetos de discusión son las normas que ordenan la actividad de los agentes económicos, el funcionamiento de los mercados (especialmente de los mercados financieros, de donde nació todo) y, en general, de la Economía. Basta con consultar la sección de “economía y empresa” de los medios de información generalistas o, por supuesto, la prensa especializada para constatar la importancia que se atribuye a las normas que ordenan los sectores en los que se ha situado la diana de los problemas: mercados financieros, mercados de valores, de derivados y de otros instrumentos de inversión, bancos y otras entidades de crédito, contabilidad, actividad y remuneración de los directivos de las grandes empresas. Un lugar principal de la moderna discusión se ocupa del Derecho o, como suele decirse desde un ámbito tan influido por la cultura anglosajona como el de los economistas, de la *regulation*¹. Efectivamente, entre economistas y analistas de la actualidad abundan hoy los que consideran que una parte importante de la crisis tiene su origen en el “fracaso de la regulación tradicional” (Ontiveros,

1 Este concepto ha tenido un indudable éxito a pesar de su escasa precisión técnica, pues con el término *regulation* no suele hacerse referencia a la ordenación mediante “reglas”, sino a aquellas reglas legales que emanan de los poderes públicos. Sin embargo, en el ámbito económico el término “regulación” se utiliza a veces en un sentido más estricto para hacer referencia a “las acciones públicas que persiguen mejorar la eficiencia con que asigna los recursos el mercado o aumentar el bienestar social de dicha asignación” (Segura, 1993:5). En definitiva, acción pública (a través de las normas) es el Derecho de ordenación (de apoyo institucional) del mercado y las normas de signo intervencionista y distributivo que inciden en el funcionamiento de los mercados persiguiendo intereses generales.

2008), fracaso que sería la consecuencia de los defectos en aquella regulación o de fallos de *enforcement*, es decir, en su aplicación.

Si allí se sitúan las causas del problema, también es habitual que se considere que entre las soluciones a la crisis deben encontrarse las que resulten de una nueva regulación dirigida a imponer un mejor gobierno de los mercados y de los agentes que actúan en ellos. Algunos concluyen que, de alguna manera, la crisis debería resolverse a través de las leyes que se ocupan de la Economía². La “Declaración de la Cumbre sobre los mercados financieros y la economía mundial” (que el G-20 celebró en Washington el 15 de noviembre de 2008) incluía –como segunda medida a promover para la salida de la crisis– la puesta en marcha de políticas dirigidas a la “mejora de la regulación” y a “fortalecer y examinar prudentemente nuestros regímenes regulatorios”. Y de nuevo en la segunda Cumbre del G-20 de abril de 2009 volvió a centrarse en la regulación financiera y en otras cuestiones vinculadas con el régimen de las grandes empresas.

Probablemente resulte exagerado concluir que en el Derecho pueda hallarse la solución a la crisis o que las reglas legales puedan ser la panacea que resuelva los males que asolan la economía mundial. No conviene engañarse. Con la excepción de alguna cuestión puntual que refleja la insuficiente vigilancia o ineficacia de las normas vigentes (casi siempre referidas a las conductas más graves y a los casos más groseros de deficiente funcionamiento de los sistemas de supervisión que probablemente debieran resolverse por la vía penal³), difícilmente puede entenderse que la crisis encontrará salida a través de reformas legislativas. Pero sí debe concederse que los problemas que ahora todos perciben han tenido que ver con las normas que regulan los mercados y sus agentes, así como con su aplicación. En definitiva, se relacionan con el papel que se ha venido atribuyendo a la ordenación legal de la Economía y de los agentes económicos.

En este trabajo se pretende ofrecer una reflexión general sobre el sentido y el fin de la ordenación legal de la Economía. Dicho así, con la simplicidad y la amplitud de ese enunciado, el objetivo resultaría demasiado ambicioso y el tema, imposible de tratar con propiedad. Como también conviene admitir que los conocimientos del que firma aquí no bastarían para una materia tan exigente. En aras de la necesaria prudencia (y de la adecuación a nuestras limitadas “habilidades”), trataremos de alcanzar metas más próximas. Aunque se parta del cuestionamiento de la función ordenadora del Derecho y de la Ley,

-
- 2 En demanda de más regulación se reclama que se dicten “leyes de la economía” (Bustelo, 2009), entendiendo por éstas algo diferente de las normas del Derecho mercantil que ordenan la organización o la actividad de las empresas, de las normas del Derecho administrativo-económico, del financiero o del régimen penal-económico. En contra de lo que parece pretender el autor, en el fondo con ello parece reconocerse un ámbito de “lo natural”, ajeno al Estado, en el que se situaría la Economía.
 - 3 El caso Madoff es el más paradigmático. Ronald Cass, antiguo decano de la Facultad de Derecho de la Universidad de Boston, indicaba (“*Madoff Exploited the Jews*” *Wall Street Journal*, 18.12.2008) que el caso Madoff y su habilidad para engañar a todos “*illustrates the limits of law, not the need for more of it*”.

que en los últimos tiempos se promovió tanto desde la política económica como desde la defensa de una regulación emanada desde las asociaciones empresariales, profesionales o técnicas (infra 2), el objeto principal del estudio habrá de consistir en ofrecer un “paseo” tópico y panorámico sobre varios sectores que integran lo que se ha venido en llamar el Derecho mercantil de la empresa y, con mayor generalidad, el Derecho económico. Ello permitirá apreciar alguna constante que se repite en la forma de afrontar los mercados financieros, el régimen de la contabilidad de las empresas o, en general, la organización interna de las grandes corporaciones y la gestión y remuneración de sus directivos (infra 3).

Al final, habrá que volver a las cuestiones generales, pues, en paralelo con aquellos planteamientos de política-jurídica, se sitúan propuestas metodológicas que propugnan un cambio profundo en el “modo de hacer” Derecho, a cuyos fines se les atribuye un papel subordinado respecto de los fines de la Economía (o, en su caso, se propugna la confusión de los objetivos de ambas ciencias) (infra 4).

Partiendo de estos objetivos más modestos, debe advertirse de la imposibilidad de abarcar la amplísima bibliografía sobre materias heterogéneas cuyo correcto tratamiento exigiría acudir a la filosofía jurídica y a la significación político-económica de la teoría de la regulación. Por ello, obraremos selectivamente para encontrar el apoyo a nuestras tesis entre autores cuyo saber se sitúa en el ámbito del Derecho mercantil y de la Economía; autores anclados en la más tradicional dogmática jurídica, que, sin embargo, en tiempos recientes eran casi heterodoxos. Lo que defendían estos autores ahora parece tan obvio como incomprensible es la poca atención que merecieron sus tesis.

2. La función ordenadora del Derecho y las políticas de liberalización y desregulación

2.1 Cuestionamiento del Derecho legal en los tiempos recientes

El interés por la ordenación legal representa un cambio pendular frente a lo sucedido en las últimas décadas. En ellas se extendió un descrédito de la Ley en su función de ordenación de los mercados y de una actividad económica que generalizadamente se afirmaba que podía y debía funcionar “sin reglas”. Una publicación tan influyente como *The Economist* hace poco confesaba que “*the intellectual fashion has been for deregulation and free markets*”. Los escasos defensores de la regulación entendían que el Derecho debía ocuparse, todo lo más, de hacer frente a los fallos de mercado que impiden su funcionamiento autónomo y de asegurar un apoyo institucional al mismo⁴.

Una de las causas del descrédito de la Ley puede situarse en la escasa calidad de los textos normativos modernos y en las dificultades para aplicarlos (Laborda, 2009). Pero a ello también pudo contribuir el cuestionamiento de la capacidad de los instrumentos políticos y de estos mismos como hacedores del Derecho, lo que, de refilón, afectaba al mismo prestigio de los juristas. No es necesario recordar los chistes sobre abogados o jueces para referirse al desvalor y a esa pérdida de prestigio social de los profesionales del Derecho. Son conocidos los ejemplos de la consideración escasa con la que los consultores económicos⁵ tratan de las reflexiones de los jurisconsultos cuando sus opiniones se proyectan sobre su ámbito de conocimiento. Y los profesores de Derecho, quizá con razón, no salimos mejor parados. Aunque no me detenga aquí en la pérdida de consideración que han merecido las opiniones de los juristas del mundo académico, para ello quizá puede encontrarse una explicación en el interés predominante por la acción práctica y por la búsqueda de objetivos económicos de quienes hoy proponen abandonar el

4 Segura (1993:7) se refiere a tres tipos de fallos: indivisibilidades y crecimientos decrecientes (que caracterizan los monopolios naturales), efectos externos (costes creados a terceros que el mercado no puede incorporar en los precios, como el clásico caso de los daños medioambientales) y la asimetría informativa que incentiva conductas “descuidadas” o aún más reprobables.

5 Significativa resulta la escasa atención de los asesores ministeriales vinculados con los diversos ámbitos relacionados con la Economía, aunque también cabría extender este juicio al departamento de educación.

modo clásico de hacer Derecho en beneficio de métodos que se traen de otras ciencias (Alfaro, 2007 e infra 4). Ello va en detrimento de una ciencia jurídica que críticamente indaga sobre el sentido y fin de las normas, o sobre los valores que subyacen a ellas en un sistema jurídico racional. Actualmente se extiende una forma de analizar el Derecho como tecnología aplicada que sólo se dirige a la aplicación práctica de normas legales y de decisiones de los tribunales, con el objetivo de constituir una ayuda procedimental de abogados y jueces. Este aspecto siempre estuvo presente en la ciencia jurídica, pero no era el único. Sin embargo, la labor de profesores y científicos del Derecho se proyecta hoy, casi en exclusiva, hacia esa formación profesionalizada. El interés por lo casuístico y concreto se impone sobre lo general y abstracto, con lo que ello conlleva de abandono en la búsqueda de los valores que informan el ordenamiento. Pero lo más grave es que esta ciencia aplicada a menudo se dirige a satisfacer fines extraños al sistema⁶.

Pero, por ahora, no procede ocuparse de la pedagogía o de los métodos y objeto de la ciencia de los juristas (sobre lo que habrá que volver infra 4), sino de las razones que explican los asaltos producidos sobre el Derecho y la Ley. Estos se manifestaron en tres frentes: en primer lugar, en el ámbito de la política económica donde se propugnaba, en aras de la eficiencia, la adopción de medidas de liberalización y la desregulación de la Economía (que, por otro lado, se entendía preferentemente como deslegalización). En segundo lugar, desde las finanzas y desde la valoración contable de las empresas se señala que en esos ámbitos, que tradicionalmente eran objeto de una intensa ordenación legal,

6 El cambio en el modo de hacer y de enseñar el Derecho encuentra también un reflejo excelente en los nuevos planes de estudio universitarios y en los métodos pedagógicos que ahora pretenden implantarse, bajo la influencia, una vez más, de modelos formativos (*rectius* informativos) anglosajones. En la universidad ya sólo preocupa formar a futuros *practitioners*. De ello puede encontrarse buen ejemplo en el recorte de los estudios de Derecho en las licenciaturas (que en el próximo futuro se llamarán grados) de Economía, finanzas o de las “ciencias” empresariales y del *marketing*, en los que en otras épocas tuvieron un importante peso (para todo lo que tiene que ver con el sentido de la formación en Derecho y en Economía, Sánchez Andrés, 2002a). En todo caso, cuesta admitir la justificación que suele invocarse en las comisiones académicas que elaboran esos planes donde el Derecho se considera un saber instrumental para economistas y técnicos de empresa. ¿Puede decirse que el Derecho tributario es una mera herramienta de la política económica fiscal o no es, más bien, el contenido de esta?, ¿las reglas contables son un mero instrumento de la contabilidad o no son, más bien, el objeto de la “ciencia” de la valoración de empresas, que, en último caso, es manifiestamente normativa?. ¿El Derecho del trabajo y las relaciones laborales no constituyen, en el fondo, el núcleo de la organización interna de las empresas? *Und so weiter* con las normas de la competencia o con el régimen de los organismos reguladores, cuya consideración al margen de las normas de Derecho administrativo económico es inconcebible. Por lo demás, no sólo en nuestro país se advierte de las relaciones entre la pérdida de prestigio del modo tradicional de hacer Derecho y los problemas actuales de la universidad (en Italia, Libertini, 2008:622 y s. nt. 23). La desregulación y americanización del modelo económico van en paralelo con la “desregulación” (o delegación en grupos de “expertos”, en este caso pedagogos) de un modelo educativo influido por el estadounidense de *colleges* dirigidos sólo a formar profesionales a la que avoca el llamado “plan Bolonia” (nos hemos manifestado críticos con la forma y el fondo de este proceso educativo, heredado del último de gobierno Aznar, en Orón y Recalde, 2009; también véase Atienza *et al.*, 2009).

estaba presente un acusado componente técnico que pedía relegar lo valorativo a un plano secundario. La conclusión que se alcanzaba es que en la ordenación y aplicación de las normas que se ocupaban de las finanzas o de la contabilidad los juristas debían dejar paso a las soluciones de los expertos profesionales, pues éstos serían los únicos capaces de comprender su complejidad. El tercer frente en el que se promovía la postergación del Derecho era consecuencia de la reivindicación de la capacidad de producir normas que se reclama a favor de la sociedad civil, en contraposición con las leyes del Estado y de los poderes públicos. La justificación se halla ahora en la pretendida aptitud mayor de la sociedad civil y de los mercados para crear la ordenación más flexible y adecuada a las exigencias que suscitan las empresas y la economía. La contabilidad, el gobierno de las grandes empresas, el régimen de la publicidad, las agencias de *rating* o, en general, los mercados de valores reflejan ese proceso hacia la diversificación de las fuentes, en una línea que se dice que recuerda a los mismos orígenes consuetudinarios de un Derecho mercantil surgido de la fuerza de los hechos y caracterizado por la pluralidad de sistemas normativos extraestatales.

A continuación nos referiremos brevemente a cada uno de estos frentes, pero ya desde ahora debe advertirse que la atribución de un papel secundario al Derecho, a la ciencia que se ocupa de la jerarquización de los valores y de la ordenación de los fines, no fue, como demasiadas veces se ha pretendido, el resultado de un proceso autónomo y políticamente neutral, como tampoco puede defenderse sobre la base de su superioridad moral o de la mayor eficiencia que garantiza. En estas opciones y en las soluciones que desde ellas se propugna o, incluso, en la manera de argumentar sobre el asunto subyacen opciones valorativas. A veces la decisión política se manifiesta expresamente; en otras ocasiones el halo de cientificidad de los argumentos económicos con el que se adornan estos argumentos no busca sino ocultar o esconder concretas opciones de política-jurídica⁷.

2.2 Consideración crítica sobre las políticas de privatización, desregulación y liberalización

En los últimos años, los *leitmotiv* que se repetían como paradigmas de la política económica eran la “privatización”, la “desregulación” y la “liberalización”.

7 Como se advirtió, el estilo argumentativo de la corriente económica neoclásica se construye en buena medida sobre la base de “conjeturas” que pretenden “simplificar” la realidad, para hacerla así más asequible: “Considérese” a los accionistas como inversores y no como socios; “considérese” a la empresa y a las sociedades como un mercado de relaciones entre iguales que crean “nexos de contratos”. Estas conjeturas no son neutras, sino estrictamente valorativas, y de ellas pretenden desprenderse juicios normativos: puede suprimirse el derecho de voto de los accionistas, pues estos no son socios ni propietarios; como los mercados tienden al equilibrio, puede prescindirse de cualquier regulación, ya que, en último caso, la disciplina resultará de la competencia, etc. (Gondra, 2008: 888 y 890).

A) La defensa de la propiedad privada en detrimento de la titularidad pública siempre se basó en la fe taumatúrgica en que el ansia egoísta de los individuos por satisfacer sus necesidades constituiría el estímulo para la más eficiente gestión de los recursos. Esos efectos benéficos difícilmente se darían en los bienes de propiedad pública, cuya administración estaría cuajada de burocratismo y despilfarro, cuando no termina por desviarse, como consecuencia de una utilización corrupta, a manos de “políticos aprovechados”. Con mayor ecuanimidad, otros indican que la privatización contribuye a una “transparencia de costes (...) (y a incrementar) tanto la presión de los gastos como el estímulo de tales empresas hacia economías más eficientes” (Basedow, 1993:1281). La ventaja comparativa de la propiedad privada con respecto a la propiedad pública sería justificación suficiente para defender el traspaso generalizado de los bienes de titularidad pública a manos de particulares.

Las razones que se alegan para el recelo hacia el sector público no siempre encuentran una confirmación empírica. Como se advirtió, no hay datos definitivos que demuestren necesariamente que la gestión de la propiedad privada sea más eficiente y mejor que la que realiza la “mano pública”. En realidad, junto con empresas públicas ineficientes, otras demostraron sobradamente una gran capacidad competitiva (Segura, 1989). Para la eficiencia “lo esencial es la competencia y no la titularidad privada o pública o el mercado libre o intervenido. La propiedad privada y los mercados libres no conducen a la eficiencia porque no impiden la existencia de comportamientos estratégicos; la propiedad pública y la intervención tampoco, porque no garantizan la corrección idónea de los fallos del mercado” (Segura, 1990:18). De poco sirve que una empresa pública monopolística se privatice si conserva su posición de dominio, pues en este caso “lo único que estamos haciendo es transformar un monopolio público en otro privado” (Sánchez Andrés, 2005:155).

El limitado viaje de aquellas incontestadas “verdades” se aprecia hoy a la vista de la “desamortización” que en España supusieron los procesos de privatización de los años noventa (con un extendido aprovechamiento particular de aquellos bienes por muy concretos sectores económicos). Con razón ha sido objeto de una dura crítica la forma en que se desarrollaron los procesos de privatización: “un análisis neutral y verdaderamente desapasionado de tales procesos privatizadores dentro y fuera de nuestro país no prueba, en la mayoría de los casos, la consecución de los objetivos singulares y concretos perseguidos (...), ni autoriza a entender que se haya alcanzado tampoco la auto-proclamada eficiencia general que, como propósito común, se suponía que iban a propiciar todos los fenómenos de traspaso de actividades económicas al sector privado” (Sánchez Andrés, 2008a:88 y ss.). Pero se advierten también las limitaciones cuando los países que defendían con mayor ahínco la propiedad privada propugnan hoy como alternativa y solución a la crisis financiera lo que hasta hace poco habría sido un auténtico tabú para la ciencia económica ortodoxa: el traslado a manos públicas (nacionalización) de las entidades financieras privadas más aquejadas por la crisis o, incluso, de la totalidad de la banca.

B) Por su parte, la “desregulación” se entendía como sinónimo de una liberalización dirigida a suprimir las barreras que obstaculizan el autónomo desenvolvimiento de las empresas y de la Economía. La desregulación de la Economía debía ser, se decía, el instrumento contra el despilfarro, los desvíos de fondos y las subvenciones indebidas; es decir, contra los vicios que ineludiblemente cautivaban al regulador (Sala, 2004).

Pero desregulación y “liberalización” se invocaban especialmente para aquellos sectores de la Economía en los que los parámetros esenciales del funcionamiento del mercado (acceso, salida, volumen de la oferta o de la demanda, precios, calidad, tipo y formas de oferta, etc.) se establecían por el poder normativo del Estado o éste los delimitaba a través de barreras de entrada, permanencia y ejercicio de la actividad, allí donde las restricciones a la libre competencia no provenían de los particulares, sino de las normas jurídicas. Esta concepción material de la liberalización y la desregulación se enfoca, así, hacia objetivos de política económica de promoción de la competencia. Sería una réplica del “Derecho de cárteles”, que en este caso actuaría contra las restricciones de la competencia de carácter público-estatal (Basedow, 1993:1280; Sánchez Andrés, 2000:155; Segura, 1993). La oposición a la ordenación pública de los sectores regulados se sostenía en su pretendida contrariedad con los principios que fundamentan la constitución económica de un sistema de economía de mercado (Basedow, 1993:1284 y ss.). También se decía que para las iniciativas empresariales el factor tiempo cobra gran significación, por lo que la agilización y simplificación de los procedimientos burocráticos adquiere un importante relieve concurrencial (Basedow, 1993:1279).

Era (y es) patente que había motivos para flexibilizar algunas exigencias normativas que constreñían la competencia en ciertos sectores de la economía y cuya justificación sólo se podía hallar en la presión de grupos particulares que tienen “cautivos” algunos departamentos de las administraciones⁸. Pero a veces esas políticas de “liberalización” generalizada no se emprendieron después de una suficiente reflexión valorativa sobre las razones que en su momento justificó la regulación normativa. Al lado de situaciones en las que se constata la presión de algunos grupos de interés, no cabe desconocer los sólidos argumentos que sostienen la teoría de la regulación normativa (*normative Regulierungstheorie*): el monopolio natural, la competencia ruinosa en la que la caída de precios no conduce, ni siquiera a largo plazo, a reducir la oferta, las externalidades, la desigualdad en la información y su estímulo a la adopción de conductas oportunistas (Segura, 1993). Hoy debería recordarse también que en algunos sectores (especialmente en el financiero o en los mercados de valores, pero también en el régimen de organización de las empresas) la aparición o intensificación de la regulación constituyó una respuesta a la crisis de los años treinta del siglo XX (Basedow, 1993:1285).

8 El caso del comercio es paradigmático; pero en su día en la bolsa y en el sector bancario la coincidencia entre regulador y regulado –autorregulación– condujo a una regulación directamente inclinada hacia unos particulares intereses y nada proclive hacia un mercado abierto.

Se utilice una u otra visión, cuesta, en todo caso, compartir la utilización indiscriminada e indistinta de estos *mottos* en ámbitos tan heterogéneos y dispares como el de los tipos societarios pensados para las pequeñas y medianas empresas –con una estructura personal integrada, normalmente, por un núcleo pequeño y cerrado de socios (que son tipos necesitados de un ágil y rápido funcionamiento, que no se exige en el mismo grado en las grandes corporaciones)–, y en las grandes empresas que acuden a los mercados de capitales; de la misma forma que es cuestionable su invocación para la ordenación de unos mercados que, si estaban sometidos a una intensa supervisión de los poderes públicos, ello era por razones de interés general (p. ej., para la estabilidad y confianza del sistema financiero que hoy tanto se echa en falta).

- C) Pero la desregulación que se realiza en aras de introducir mayores dosis de libertad y competencia no puede entenderse como supresión de cualquier ordenación del mercado. Los mercados sin reglas simplemente son inconcebibles. Su esencia es el sometimiento a aquéllas. En los mercados se realizan transacciones que generan obligaciones, con las que se esperan determinadas conductas: “entregar”, “pagar”, “liquidar”, “compensar”, “plazo”, no son sino manifestación reglada de tales conductas. El carácter regulado de cualquier mercado nunca ha sido negado. Si esta afirmación resulta válida con carácter general, en los mercados financieros la necesidad de reglas públicas resulta más patente. Ello se justifica tanto por la función pública que se les atribuye como instrumento para la financiación de las empresas como por los fallos de que adolecen esos mercados (la asimetría informativa) (Sánchez Andrés, 2008a:59 y ss.). En los mercados financieros siempre se contó con una prolija regulación que afectaba a aspectos jurídico-públicos (normas de policía, régimen interior, protección penal, autorización de nuevos mercados), y de Derecho privado (régimen de los operadores y de su actividad, normas de información y transparencia, régimen de las transacciones y de su liquidación, etc.).

Una visión material y limitada de la liberalización y de la desregulación no propugnaba acabar con cualquier regla aplicable a las instituciones, a los intervinientes en los mercados financieros, a las grandes empresas. Se limitaba a buscar mayores cotas de libertad. Las políticas “liberalizadoras” no buscaban la “depuración normativa”, sino que a menudo daban lugar a una regulación legal más intensa (una “re-regulación”). Se explica, así, que justificaran profusas reformas legales dirigidas a la consecución de los objetivos políticos de una libertad mayor.

Sin embargo, particularmente en la última década del siglo pasado, la desregulación en sectores que tradicionalmente habían estado sometidos al imperio de una normativa imperativa se manifestó en la sustitución de las reglas legales por la autorregulación (Cuesta, 2004:89). La razón se situó en una peculiar percepción de que los intereses buscados podían satisfacerse mejor con normas (pues las reglas nunca desaparecían) cuyo origen no se situaría ya en las fuentes de producción normativa del Estado, sino en los agentes económicos, que son los destinatarios de la reglamentación.

D) Frente a estas opciones –que hasta hace poco parecían indiscutibles– se recupera hoy el valor de la ordenación legal de la Economía (y en particular de los mercados financieros). Ello resulta patente en el ámbito financiero, donde las generalizadas propuestas de intensificación regulatoria se acompañan de elogios hacia los países y las autoridades que impusieron más rigurosas y prudentes medidas normativas. Las principales virtudes que generalizadamente se reconocen a la prudente actuación del Banco de España y al sistema financiero español se refieren, por un lado, a las exigencias de provisiones contables (y a su poca proclividad hacia las flexibles normas contables generales) y, por otro, a los duros controles impuestos a las entidades financieras.

En las próximas páginas va a ofrecerse una referencia, necesariamente superficial, a alguno de los sectores del régimen de las empresas y de los mercados en los que puede apreciarse ese proceso de desregulación legal y liberalización que fue desarrollándose en las últimas décadas.

3. Breve examen tópic y fragmentario de sectores del Derecho de la empresa afectados por las políticas de desregulación y liberalización económica

3.1 La regulación en el marco de una crisis económica originada en los bancos y en el sistema financiero

La crisis es la enésima del sector bancario y de las entidades de crédito. Su origen se sitúa preferentemente entre los bancos de inversión. Pero se expande a otros sectores, demostrando la trascendencia general del sistema financiero y de los riesgos sistémicos. La inestabilidad del sistema financiero repercute, así, sobre el conjunto de la economía para pasar a aparecer como una crisis generalizada. Pero, por su origen, donde más duro ha sido el golpe es en los países en los que la economía financiera tiene un peso mayor (Reino Unido y EE UU). Allí es donde ha tenido mayor intensidad el colapso de las instituciones financieras. Son también los países en los que se han presentado las propuestas más radicales y que resultarían insólitas hasta hace poco, como la nacionalización de parte o de todas las instituciones financieras, la limitación de sueldos y otras formas de remunerar a directivos, o incluso que no se paguen las retribuciones ya devengadas.

Las causas de la crisis financiera parecen identificarse con facilidad en un período sin precedentes de concesión de créditos extremadamente laxa a favor de personas que no disponían siempre de la solvencia y cobertura suficientes. Así sucedió en el mercado hipotecario (donde las –ahora– vilipendiadas hipotecas *subprimes* no son más que la manifestación más grosera); pero el crédito se concedió también sin garantías adecuadas para operaciones corporativas. Fusiones, OPAs, adquisiciones de empresas, siempre se emprendían con recursos de las entidades financieras por parte de empresas que ahora se ha constatado que tenían una capacidad muy limitada para hacer frente a las obligaciones que con ello se generaron. En España contamos en los últimos tiempos con demasiados ejemplos de insolvencias y obligadas reestructuraciones empresariales por estos motivos.

La segunda de las causas que suele identificarse como origen del problema se sitúa en la política de las entidades de crédito de “distribuir” los activos crediticios a través de instrumentos financieros de perfiles difusos, que ni los mercados ni los mismos superviso-

res entendían suficientemente (y es cuestionable que los percibieran los mismos emisores). La titulización de activos fue el mecanismo más paradigmático. Con ella se agrupaban o “empaquetaban” un amplio número de activos para liquidar por anticipado su importe mediante la colocación en los mercados (a través de una *special purpose vehicle*, SPV) de los títulos en los que se fraccionaba el paquete (la titulización de activos generados en el mercado hipotecario a través de los *Mortgage Backed Securities* fue el caso más conocido [Madrid Parra, 2009:49 y ss.]). La SPV colocadora era una entidad (con propia personalidad jurídica) diferente del titular original de los activos: el banco o bancos que los habían agrupado (para los riesgos de la titulización con afirmaciones casi proféticas, Sánchez Andrés, 2008b:1153). Y, lo que es más grave, en el extenso y prolijo formulario de emisión resultaba a menudo que ni siquiera quien había agrupado los activos (y, a veces, ni el emisor) respondía por el incumplimiento de los activos crediticios subyacentes ni del crédito incorporado en los bonos de titulización.

La tecnología de la securitización se proyectó en un listado muy amplio de técnicas e instrumentos financieros (*structured investment vehicles* –SIVs–, *collateralized debt obligations* –CDOs–, *collateralized loan obligations* –CLOs–, *collateralized mortgage obligations* –CMOs–, “titulización sintética” o “colateralización sintética”). Estos mecanismos se combinarían con derivados, como los *credit default swaps* (CDSs), que se negociaban fuera de los mercados oficiales supervisados (*over the counter*) (Arner, 2008:3 y ss.). Este tipo de estructuras generaban incentivos para la realización de conductas abusivas, que se encuentran en el corazón mismo de la crisis. En contra de lo que se pretendía, estos nuevos instrumentos financieros no anularon los riesgos ni los minimizaron. Los intermediarios se limitaron a trasladarlos a inversores institucionales (bancos, *hedgefonds* y fondos en general). Quienes adquirían bonos de titulización y derivados adelantaban a los acreedores (las entidades bancarias) el importe de sus activos crediticios antes de que éstos vencieran. Al final, el esquema no dejaba de suponer una asignación de los riesgos entre el conjunto de los inversores, que eran las personas menos adecuadas para soportarlos. Y ello se hizo sin consciencia adecuada de las consecuencias de estos actos (Arner, 2008:20; Lutter, 2009:197).

El problema surgió cuando aquellos activos crediticios subyacentes no resultaron cobrables, como consecuencia de un entorno de generalizada bajada de los precios de los inmuebles que, así, no podían garantizar suficientemente los créditos. La situación devendría especialmente grave y difícil de atajar para aquellas entidades financieras que habían sido más activas en la comercialización y adquisición de estos instrumentos (p. ej., Northern Rock, Bear and Stearns, Lehman Brothers, o generadores de CDS como la aseguradora AIG; pero también algunas entidades alemanas). Estas son las que se vieron más expuestas a los riesgos de los nuevos instrumentos financieros. Las entidades que más habían intervenido en el desarrollo de la titulización se vieron inmersas en situaciones de insolvencia que incrementaron exponencialmente los riesgos sistémicos de pérdida de confianza en el conjunto del sistema financiero, hasta extenderse como una epidemia incluso entre las entidades más conservadoras.

La combinación de la tecnología del capital de deuda, las bajas tasas de interés y la demanda global de inversiones crearon las bases de la crisis. Pero esas técnicas habían encontrado un apoyo político y regulatorio en los últimos 20 años. En este caso sí que se puede identificar lo que “se hizo mal” en un plano regulatorio. Fallos en una ordenación legal que se referían tanto a las instituciones financieras como a los instrumentos. En el primer orden, los problemas se situaban en el ámbito de la supervisión de las instituciones financieras (especialmente de los bancos de inversión). La segunda cuestión (infra 3.2) afectaba a los valores y otros instrumentos negociados en los mercados de valores y en el régimen de los mercados en los que se realizaban las transacciones sobre esos instrumentos.

Los países que mejor capearon el temporal de la crisis –y cuya actitud se pone hoy como ejemplo a seguir por otras agencias supervisoras– son aquellos en los que la regulación financiera fue más estricta, en los que la vigilancia era más intensa y en los que las entidades de crédito disponían de menor margen de maniobra como consecuencia de rigurosas normas que les imponían márgenes de solvencia y otros instrumentos de prevención dirigidos a la retención patrimonial, como, en particular, las obligaciones de provisionar, destinados a garantizar más estrictos niveles de “capitalización”. Por ello la obligación impuesta por el Banco de España a las entidades financieras de someter los valores resultantes de la titulación a las normas del capital propio y, en general, la actitud prudente y conservadora en la aplicación de las normas de contabilidad (Circular 4/2004 del Banco de España; Meléndez, 2009) han sido positivamente valoradas⁹. Esta política contracíclica (seguir en épocas de “vacas gordas” principios de prudencia) podría haber contribuido a dotar a las entidades financieras españolas de una mejor capacidad para afrontar la crisis, mientras que hoy se advierte que la crisis ha resultado más aguda en los paraísos regulatorios (Islandia, Irlanda, Estonia) que atraían capitales sobre la base de la falta de normas o de su laxitud regulatoria (Krugman, 2009).

Una vez más este planteamiento vuelve a situar el centro del debate en la regulación y refleja el escepticismo hacia la capacidad del mercado para resolver con autonomía los problemas que degeneraron en la crisis de las entidades financieras. En general, se defiende hoy la intervención coordinada de los poderes públicos y la ordenación jurídica de instituciones y mercados financieros que eviten los inconvenientes que resultan de diferencias regulatorias. Estas propuestas no son novedosas. Se remontan a las demandas más clásicas en materia de regulación de los mercados financieros. Los Acuerdos de Basilea I (1988) sobre supervisión bancaria no dejaban margen para la discusión: aquí no procedía una competencia regulatoria entre las legislaciones, ni comportamientos arbitrarios de cada país, ya que no podía confiarse en que los mercados fueran capaces de pre-

9 “El sistema financiero español sirve de modelo a la reforma” (declaraciones de J. de la Rosière, ex gobernador del Banco de Francia, ex director general del FMI, encargado de coordinar el informe europeo sobre regulación bancaria, *El País Negocios*, 10.5.2009); en similar sentido *Financial Times*, 10.3.2009; en la literatura jurídica Lutter: 2009 *apud* nt. 7.

miar a los países más rigurosos y serios o a las instituciones financieras más solventes y seguras. El principio rector de la regulación que se reclamaba se basaba en la exigencia de más capital legal en función del riesgo asumido, supervisión uniforme y regulación pública para crear uniformes reglas de juego (*level playing field*) aplicables en todos los países (Arner, 2008:8 y ss.).

Sin embargo, la evolución no siempre fue en esa dirección. La desregulación, la liberalización y la lasitud acabarían desembocando en los Acuerdos de Basilea II (2005), acuerdos que crearon incentivos para los excesos de años posteriores. Pueden encontrarse manifestaciones de esta flexibilidad en el reconocimiento de la posibilidad de modular convencionalmente los riesgos y en la confianza ilimitada en las calificaciones crediticias (de entidades emisoras y de valores), realizadas por las agencias privadas de calificación (*ratings*). En efecto, el nuevo marco de ordenación alentaría a los bancos a desarrollar modelos de internalización de riesgos al mismo tiempo que se reducían los parámetros que pretendían un alineamiento del capital legal, económico y contable. Todo ello desembocaría en las normas auspiciadas por los acuerdos de Basilea II que legitimaron las técnicas de manipulación y admitieron los sistemas de *netting*, *collateral derivatives* y otros derivados (Arner, 2008:26).

En la actualidad se extiende un juicio negativo hacia este proceso (véase la cita que encabeza este trabajo del economista N. Roubini, tan afamado hoy por sus pesimistas predicciones). Incluso quienes se encuentran detrás de las políticas más liberalizadas y preocupadas por garantizar la eficiencia y la agilidad ya no tienen empacho en defender la imposición legal a las entidades financieras de coberturas de capital más rigurosas (Greenspan, 2008:114).

Las propuestas de cambios regulatorios, en el sentido de una capitalización mayor y de una prudente retención patrimonial, así como de la intensificación de la supervisión de las instituciones financieras, ya no se quedan en el ámbito académico. La misma “Declaración de la Cumbre sobre los mercados financieros y la Economía mundial”, que el G-20 aprobó el 15 de noviembre de 2008, pretendía armonizar la confianza en el principio del libre mercado con una efectiva regulación de los mercados financieros. Y, aunque la mayor parte de la prensa fijase su atención en los aspectos económicos, los más significativos temas de la declaración se referían a la regulación financiera, al reforzamiento de la cooperación internacional y a la reforma de la arquitectura financiera (Arner, 2008:39 y ss.). A pesar de manifestar alguna preocupación por evitar la sobrerregulación, las conclusiones del Plan de Acción promovían reformas legislativas en aras de una mejora de la transparencia y modificaciones de la contabilidad de las instituciones financieras, así como la vigilancia prudencial y el control de riesgos y la integridad de los mercados financieros mundiales¹⁰. Y también la Segunda Cumbre del G-20 de abril

10 G-20: Plan de Acción para implementar los Principios a reformar, 15 de noviembre de 2008 (<http://www.aico.org/aico/Portals/51/DECLARACIÓN%20G20.pdf>).

de 2009 vuelve a situar la regulación de la economía y de los mercados como uno de los principales puntos de interés. Resultaron significativas las propuestas provenientes de ámbitos europeos (Alemania, Francia) para realizar cambios normativos en el sector financiero, que otros países (EE UU), en un principio más reticentes, parece que terminaron por aceptar¹¹.

3.2 Los principios de la ordenación de los mercados de valores y los nuevos instrumentos financieros

Dejando ya de lado la supervisión que afecta a la solvencia y liquidez de las entidades de crédito, hay otro sector en el que se detectaron también fallos regulatorios que han podido contribuir a la crisis. Nos referimos al régimen (o a los defectos en él) de los instrumentos financieros y, en general, al Derecho de los mercados de valores, como se dio respuesta al *crash* de 1929. Este modelo se basa en una amplia libertad para crear y emitir instrumentos de inversión. Pero al mismo tiempo se presumen imperfecciones de un mercado que se caracteriza por una pronunciada asimetría, lo que puede deteriorar la confianza y la credibilidad de los inversores. De ahí que, en este modelo de ordenación, la libertad de emisión se compense con normas imperativas que exigen la difusión de un amplio caudal de la información (*mandatory full disclosure*), en concreto, de todos los datos que en cada momento se consideraron relevantes para que los inversores pudieran tomar sus decisiones con consciencia de las consecuencias de sus actos (Sánchez Andrés, 2008a:553 y ss. y *passim*; Farrando, 1996:1206).

Pero, al margen de las obligaciones de publicidad y transparencia, en el régimen de los mercados de valores se reconocía la más amplia libertad para crear nuevas formas de inversión y para emitir valores. Otra cosa es que la estandarización en el diseño de los instrumentos financieros negociados que pedían mercados eficientes y las conexiones de estos mercados con el mercado de control explicasen el fracaso de algunos de los instrumentos que se ofrecieron en los mercados (p. ej., las acciones sin voto) (Ferrarini *et al.*, 2005:666), o –diríamos nosotros– el caso de las cuotas participativas de las cajas de ahorro privadas de derechos políticos.

Al lado del régimen imperativo de transparencia, se creó un entramado institucional para garantizar el funcionamiento de los mercados de valores y el cumplimiento de

11 *El País*, 13 de marzo 2009:23: “Europa ya ha invertido mucho en la recuperación y ahora ya no se trata de gastar todavía más dinero, sino de la puesta en marcha de un sistema regulatorio que evite que la actual catástrofe económica no vuelva a suceder, replicó Sarkozy a Obama”. En el mismo periódico de fecha 28 de marzo de 2009 se incluía el titular: “EE UU anuncia reglas de juego más duras para el sector financiero”. Un día más tarde, en *El Mundo*, aparecían declaraciones del primer ministro británico (G. Brown) con el título “Necesitamos nuevas reglas para este orden global”, etc.

sus normas, cuya cúspide se situó en los EE UU en la *Securities and Exchange Commission* (SEC), y en España, desde 1988, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La supervisión heterónoma de estos mercados pretendía la protección del inversor. Pero este puntal del sistema no sería sino un fin mediato, que se entiende que se alcanza cuando se cumplen fines institucionales como el aseguramiento de la competencia y el correcto funcionamiento del mercado (Recalde, 1999). En concreto, el Derecho busca que los mercados de valores satisfagan las funciones económicas que están llamadas a cumplir, entre las cuales la principal es la de servir de instrumento eficiente y de calidad en la formación de los precios de cotización (art. 13 LMV). Si es así, los mercados generarán la confianza de emisores e inversores (Recalde, 2009).

Esa liberal actitud ante la emisión de los instrumentos dirigidos a recabar inversiones financieras contrastaba con una normativa más estricta aplicada a la negociación. Lo era en cuanto a las entidades admitidas como miembros de los mercados. Todavía hoy, aunque con mayor laxitud, es necesaria la autorización para adquirir la condición de miembro de un mercado secundario oficial (art. 37 LMV). Los intermediarios se sometían además a rigurosas normas de conducta dirigidas a garantizar la actuación en interés de sus clientes. Pero, además, la eficacia de los mercados de valores depende de su capacidad para determinar los precios de cotización con objetividad, de manera pública y con transparencia. Esto exigía un riguroso régimen (en materia de admisión de los valores a cotización en los mercados secundarios, pero aplicable también a las normas de conducta de los operadores) que se consideraba el presupuesto para que los precios pudieran merecer la calificación de “oficiales”. El precio oficial de cotización sólo era el que se establecía en mercados “organizados” y “oficiales”. En cambio, no se reconocía a los valores de cambio que se determinaban en mercados con regulación más flexible y voluntaria (*over the counter*, OTC), en los que ni la negociación ni la liquidación se sometían a normas legales generales, y en los que los niveles de supervisión y control o no existían o eran mucho menos intensos.

Pero los mercados sólo son eficientes y cumplen la función de formar objetivamente los precios si confrontan múltiples órdenes de compra y venta. No a otra cosa respondían los requisitos de frecuencia y de volumen de las operaciones a los que se condicionaba la admisión y el mantenimiento en la cotización. En efecto, cuanto más profundas e intensas fuesen las transacciones que se realizan en un mercado, mejor podría éste cumplir sus funciones (para la significación del principio de concentración de órdenes en la fijación de los precios de cotización, Sánchez Andrés, 1996:771 y ss.). Por eso en el modelo continental se entendía que los mercados de valores debían centralizar la totalidad o, al menos, la mayor parte de las transacciones sobre los “bienes” negociados. La concentración de órdenes en las bolsas era, así, el condicionamiento jurídico para formar los precios. Al lado de la calificación de los mercados como oficiales, las transacciones realizadas de conformidad con las reglas de funcionamiento de esos mercados recibían (art. 36 LMV) el calificativo de “operaciones de mercado

secundario oficiales” (denominación del tradicional “contrato bursátil”), en las que al menos debía participar un miembro del mercado (Sánchez Andrés, 1996).

Pero los mercados basados en la concentración de todas o, al menos, de la mayor parte de las órdenes no son el único modelo posible de mercados. En los anglosajones no se exige que necesariamente las operaciones se concluyan y ejecuten en los mercados oficiales. En aras de la eficiencia se admitía la negociación en mercados “no oficiales” *over the counter*, que no se sometían a las normas legales de funcionamiento previstas para bolsas y demás mercados organizados reconocidos como “oficiales”.

Aunque esta fuese la regla general, tampoco en España la concentración era la exclusiva modalidad de desenvolverse las operaciones negociales sobre valores. Progresivamente se tendió hacia la liberalización y la admisión de nuevas formas de operar. Al principio desaparece la sanción de nulidad para las operaciones que no se realizan con la participación de un miembro del mercado; ello abrió el paso a las operaciones a cambio convenido y luego a las de “toma de razón”. En Europa este proceso de liberalización se generaliza con la aprobación de la Directiva europea 2004/39/CE sobre mercados de instrumentos financieros (MIFID), que permite negociar al margen de los mercados oficiales, e incluso crear nuevos mercados (*market makers*). Desaparece, así, la exigencia de que las transacciones se realicen en los mercados oficiales, mientras que la intervención de los miembros de esos mercados sólo se exige para las “operaciones secundarias oficiales”. La reducción del control y supervisión que presiden las “operaciones oficiales” se compensa imponiendo a los intermediarios la regla de mejor ejecución de órdenes y el deber de hacer públicos los precios que se alcancen.

Sin embargo, la mayor eficiencia que se pretende con este modelo no está privada de riesgos; en particular, se cuestiona la capacidad de los mercados para formar precios con objetividad. Por otro lado, algunas de las debilidades que han mostrado los mercados para fijar los precios se achacan hoy a la extensión de operaciones *over the counter*, lo que alcanzó gran difusión entre los derivados financieros (Arner, 2008:47).

La crisis ha puesto en cuestión alguno de los fundamentos más tradicionales de la *securities regulation*, incluido el principio de libertad de emisión (Libertini, 2008:616). Como regla sigue reconociéndose, pero ahora depende de para qué productos o servicios y se restringe, también, su comercialización entre determinados destinatarios. Las dudas se plantean principalmente respecto de los valores e instrumentos que se crearon para distribuir o dispersar riesgos (derivados, estructurados, CDOs, etc.). La protección de los inversores (y, al final, del mercado), se produce mediante el requerimiento de una información más precisa y la imposición de nuevas reglas de comportamiento a los intermediarios (Capriglione, 2008:38). Pero, sobre todo, se entiende que la atipicidad de los instrumentos financieros debe situarse en un marco normativo en el que se valore si contribuye a la eficiencia de los mercados (lo que presupone una eficiencia institucional o confianza). De ahí que, frente al modelo de libertad de emisión (que nace en

EE UU en 1929), se empiecen a extender propuestas restrictivas que pretenden un control mayor sobre lo que se emite o, al menos, que intensifican el papel asignado a las normas de conducta de las empresas de inversión¹².

El proceso se acompaña de un cuestionamiento del modelo económico elegido. En el dilema entre las economías abocadas hacia la financiación a través de los mercados de valores (modelo anglosajón) y las que optan por recurrir al crédito propio o bancario (modelo alemán), los economistas, influidos por la cultura económica estadounidense, generalmente se inclinaban por la primera. Pero hoy se replantea esa elección a la luz de las consecuencias que derivan del mismo, así como de la permisividad regulatoria que se sitúa en el origen de prácticas y usos que impidieron la transparencia de los mercados y que han puesto en cuestión la confianza en ellos (Ontiveros, 2009). En efecto, parece extenderse una corriente crítica dirigida a reducir la significación de las finanzas y de los mercados de valores en el conjunto de la Economía; a la desaparición o freno de los productos más complejos; a reducir los sectores exentos de regulación; a confiar menos en los instrumentos de mercado de valoración de riesgos y, muy en particular, las agencias de *rating*. Y también a reconocer un poder mayor a las agencias públicas encargadas de supervisar y regular los mercados, así como a la intensificación de los mecanismos de coordinación entre éstas para controlar las operaciones transnacionales (Arner, 2008:50).

3.3 El pretendido carácter científico-técnico de una “ciencia” de la contabilidad que debería quedar al margen de criterios “valorativos”

La referencia tópica a los sectores del régimen de las empresas y la economía que se han situado tras la crisis en el ojo del huracán debe continuar, por poderosas razones, con la referencia a la ordenación de la contabilidad empresarial.

A) La contabilidad es un sector que en los últimos diez años había experimentado cambios importantes que condujeron a importantes modificaciones legislativas, cuyos

12 En 2005 Sánchez Andrés publica un estudio (“Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, RDBB nº 99, 2005, 7) que venía precedido de una nota (que no se recogió en la reproducción póstuma del trabajo en sus Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores, que es la edición que se ha seguido) donde, preocupado por la reforma del mercado primario de 2005, se manifestaba en estos términos: “Soy consciente de que, si desde el exterior nos llegan como ‘productos’ vendibles al inversor algunos que no deberían ser de libre comercio, sólo las normas de conducta aplicables a las empresas que se ocupan de su colocación (que siguen teniendo alcance y contenido ‘nacional’) permitirían evitar mayores abusos. No estoy seguro, sin embargo, si empezando la reforma de la reforma por el folleto y en el sector propio de los instrumentos financieros esa posibilidad de llegar a encontrar un puerto de refugio protector en la deontología aplicable a los intermediarios financieros será siquiera remedio bastante”. En plena crisis y cuatro años después del fallecimiento de quien fuera el primer vicepresidente de la CNMV, es útil recordar esas líneas.

efectos no siempre se valoraron. Estas reformas respondían a un cambio radical de modelo y a sustituir las tradicionales reglas legales que habían ordenado la contabilidad de las empresas por una regulación inspirada en los principios elaborados por sectores concretos de la profesión contable y de la auditoría (*Financial Accounting Standards Board*, FASB). La preeminencia de esos principios de la contabilidad se justificó en el carácter técnico de una “ciencia” –la de la contabilidad de las empresas– cuyo objeto sería (o debería ser) determinar el “valor real” de las empresas, bajo la fuerte influencia, de nuevo, de los EE UU. Este modelo contable inspiraba las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC; hoy Normas Internacionales de Información Financiera, NIIF). En Europa la recepción de estas reglas en los ordenamientos estatales fue favorecida por la presión de algunas grandes empresas (sobre todo alemanas), interesadas en acudir a los grandes mercados de capitales estadounidenses, y que a finales de los años 90 se encontraron con el obstáculo de que la SEC y otras autoridades supervisoras cuestionaban balances y estados financieros elaborados en cumplimiento de las normas de su país, pero que no se ajustaban a sus propios estándares. Ello condujo a la aprobación por las autoridades europeas del Reglamento CE 1606/2002, que (junto con otras normas posteriores) provocó lo que fue calificado como “reconversión” de nuestro sistema contable legal al ‘patrón’ NIC” (Gondra, 2004). En España el cambio se produce con la Ley 16/2007, de adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional, y con el Plan General Contable aprobado por el RD 1514/2007.

Desde la profesión contable (Laínez, 2008:65) se pretendía identificar los rasgos del nuevo modelo: a) se basa más en principios que en reglas; b) se prioriza la sustancia sobre la forma, el enfoque económico sobre el jurídico, evitando lo que se califica de “reglamentismo y encorsetamiento normativo”; c) se atribuye un papel relevante a la profesión contable, sobre la que gravita buena parte de la regulación, elaboración y control de la información financiera; d) en fin, la información contable principalmente se orienta al mercado bursátil al considerarse al inversor como su principal usuario.

Conviene detenerse en la última cuestión, porque es, en efecto, un modelo inspirado en principios y en la defensa de otros intereses a los que habían inspirado tradicionalmente el modelo contable en la Europa continental y, también, en España. La valoración de los activos a precio de coste histórico (que sólo podían revisarse a la baja, pero no al alza), la obligación de amortizar y el tratamiento contable asimétrico de beneficios y pérdidas, que recogían el código de comercio y la ley de sociedades anónimas, garantizan la solvencia de las empresas y especialmente de las personas jurídicas que eran sus titulares. Se trataba, por tanto, de normas establecidas en tutela de los acreedores (y, entre ellos, de los trabajadores), protección que se establecía, sobre todo, a través del régimen previsto para la distribución de dividendos mediante las reglas de patrimonio neto presididas por el principio de valoración prudencial de los activos del balance y la imposición de barreras al reparto de ganancias ficticias. Al balance se atribuye la función primaria de medir el resultado del ejercicio para determinar, si se producen ganancias, la posibilidad de distribuir dividendos entre los socios (Denoza, 2002 y

2006b; Gondra, 2004¹³). La valoración prudente de los activos dificulta, en definitiva, la generación de dividendos repartibles entre los socios y el vaciamiento patrimonial.

El nuevo régimen contable supone un cambio muy importante que demasiadas veces no se ha desvelado. Es la perspectiva ordenadora de los mercados de valores la que lo determina. Parte de la creencia de que el mercado puede informar sobre el valor razonable de las empresas y de los activos (hoy, aún, para una defensa a ultranza del modelo, Gonzalo, 2009). Se busca que aflore y se haga pública toda la información que se considera relevante para que los inversores adopten racionalmente sus decisiones de invertir o de liquidar inversiones en los mercados de valores (*mark to market*), aunque ello pudiera ir en detrimento de los intereses de los acreedores. En este modelo “la ‘prudencia’ pasa a un segundo plano. La sustitución del ‘coste histórico’ por el ‘valor razonable’ o de mercado como criterio de valoración representa el cambio fundamental en la base del sistema contable. Consiguientemente, la valoración inicial de los activos (y pasivos) será siempre revisable, tanto a la baja como al alza, según la variación de los precios del mercado” (Gondra, 2004:38 y ss.).

La opción de los últimos años por una contabilidad abocada en exclusiva hacia los mercados de valores empieza a ser objeto de crítica. A ello no es ajeno el que a la contabilidad de sello estadounidense se le achacara el ser la causa de los escándalos de finales de los noventa (Enron, WorldCom), que reclamarían la reforma de la *Sarbanes-Oxley Act* (y con ella la recuperación parcial en los EE UU del Derecho imperativo para la regulación de la contabilidad). Y que, de nuevo, los fallos en la valoración de empresas y los activos financieros se hayan situado en el punto de mira en la actual crisis. En efecto, la tesis de que el mercado es capaz de reflejar el valor “real” (o, como luego se dice, valor “razonable” de una empresa y de sus activos) muestra debilidades. No se discute que es un modelo menos objetivo y seguro, que conduce a más volatilidad, lo que no deja de ser una laguna importante cuando se trata de comparar magnitudes económicas, pues la determinación del resultado de un ejercicio, que es función esencial a la contabilidad, no es sino la comparación entre ejercicios. Los activos sólo podrían valorarse con precios de mercado si el mercado en el que esos activos se negocian resultase ágil y eficiente, facilitando liquidez; si fuese un mercado en el que se repiten transacciones cruzadas que permiten identificar con datos objetivos el valor de esos bienes. Siempre hubo cierta conciencia de que con seguridad ello sólo se verificaba para los instrumentos financieros cotizados en bolsas y otros mercados oficiales de valores. Fuera del citado ámbito, las dudas sobre la identificación del “valor de mercado” eran mucho mayores. Las inmensas bajadas bursátiles de los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009 conducen ahora a cuestionar la cotización bursátil

13 Gondra (1991 y 2004) expone intereses y fines que priman en cada modelo contable: en el anglosajón prevalecen los fines informativos y los intereses de mercado, mientras que en el europeo continental, de raíz germana, la regla del patrimonio neto ocupa un lugar central para satisfacer, sobre todo, los intereses de los acreedores garantizando la solvencia de las personas jurídicas y para evitar repartos que conduzcan a un posible vaciamiento patrimonial de la sociedad.

como instrumento para determinar el valor de los activos (e, indirectamente, de las empresas emisoras). Es interesante observar cómo, mientras en los primeros años de este siglo, en los que se produjeron subidas desbocadas de las bolsas, no se dudaba de la corrección de la valoración de empresas a través de la bolsa, en los últimos meses se extiende la opinión de que, en realidad, las empresas valen mucho más de lo que hoy refleja la cotización¹⁴. Este repentino cuestionamiento de la eficacia del mercado no deja de ser sospechoso.

Tampoco debe desconocerse que el modelo inspirado por los principios internacionales de contabilidad deja un amplio margen a la discrecionalidad de los directivos. Esta libertad se manifiesta tanto en la redacción de la información contable como en su presentación, lo que les facilita la realización de prácticas a través de las cuales podrían –en consideración a las circunstancias concurrentes– intentar ofrecer con la contabilidad una imagen más favorable a sus intereses.

Hoy se extienden las dudas sobre la posibilidad de determinar el valor real o razonable de las cosas, en este caso de las empresas (Gondra, 1991 y 2004). La afirmación de que al fin se ha podido descubrir “cuánto” vale una empresa peca de soberbia. El nuevo modelo contable se cuestiona negándose la científicidad y la asepsia del cambio del criterio valorativo. La modificación (de normas legales) responde a decisiones de política jurídica. Cuando las “reglas” y los “principios” contables establecen cómo deben valorarse los activos, lo hacen en función de unos fines que predeterminan los criterios de valoración. En contra de lo que algunos pretenden (Gonzalo, 2009:47), no puede ignorarse que los registros contables tienen una función (“sirven para”), y desde el Derecho y desde la jerarquización de fines y valores que a éste compete no se puede ser ajeno a la ordenación de valores e intereses que se persiguen. El modelo contable de influencia estadounidense, cuando sustituye los principios tradicionales en Europa (valoración por el precio del coste adquisición, prudencia valorativa, etc.) y opta por una redacción del balance dirigida a reflejar el valor de mercado y a ofrecer la “imagen fiel” (*true and fair image*) de la situación financiera, adopta una decisión político-jurídica que responde a una jerarquización de los intereses en conflicto (Gondra, 1991): frente a los acreedores (y trabajadores), se prioriza a inversores y mercados de valores.

14 El llamado “Plan Paulson”, presentado por el último secretario del tesoro con el presidente Bush, cuestionó el mantenimiento de la valoración a valor razonable o de mercado cuando se produjeron las bajadas de la bolsa de los meses de octubre y noviembre de 2008. Y a principios de abril de 2009 el FASB (<http://www.fasb.org/news/nr040909.shtml>) ha hecho pública su intención de suprimir el modelo de *mark to market*, indicando que habría exagerado el daño en los balances de los bancos, al obligar a valorar los activos a precios de mercado en una coyuntura de falta de liquidez y precios muy bajos. En ese marco se proponía dotar a los bancos de más libertad para fijar los precios de sus activos (críticamente, Estefanía, 2009). Esta oscilante modificación de los criterios de valoración sin considerar los principios e intereses subyacentes no es sino muestra de una falta de rigor en la regulación contable, que, en todo caso, requiere uniformidad de criterio para permitir la comparación de los conceptos análogos.

Dado que no se trataba de una opción meramente técnica y políticamente neutral, no tiene sentido el protagonismo que se otorgó en su instauración a la profesión contable. Las normas contables son, en el fondo, reglas jurídicas, por lo que es imprescindible una consideración de las mismas con los paradigmas y métodos de los juristas. Los fines que las inspiran se predeterminan desde el Derecho y reflejan principios ordenadores que se ordenan para superponer unos sobre otros. La perspectiva de los juristas parece, por tanto, ineludible (Gondra, 2004:21)¹⁵. Arrojar la decisión de aplicar nuevas reglas y principios profesionales, que no surgieron de forma natural, sino por la presión de las asociaciones que agrupan a las grandes firmas mundiales de auditoría, supone una estricta opción política. Se trataba de una reforma con un fuerte impulso privado y que responde a intereses corporativos en el marco de lo que se ha calificado como una “suerte de delegación ‘dinámica’ del poder normativo de la UE –y, eventualmente, de los Estados miembros que signa la estela marcada– en ‘gremios profesionales privados’” (Gondra, 2004). Desde un punto de vista político-constitucional, la opción es muy discutible. En un estado democrático la ordenación legal de materias en las que se contraponen intereses opuestos debe realizarse desde las instancias legitimadas democráticamente (Gondra, 2005a). Los problemas distributivos, de justicia, deben determinarse en la Ley y no por profesionales, por muy responsables que sean.

B) El nuevo régimen jurídico de los balances traspasa el ámbito del Derecho contable y se traslada a la misma configuración legal de las sociedades, es decir, el tipo jurídico previsto para las más grandes empresas. En concreto, afecta a una de las columnas en la que se apoyaba en Europa el Derecho de las sociedades de capital: la protección del capital social (Gondra, 2004:22; Schön, 2002:1 y ss.; Denozza, 2002 y 2006b). En la tradición europea, la formulación de las cuentas respondía a una medición objetiva del resultado y buscaba impedir la distribución de ganancias ficticias entre los socios. Hoy la incorporación del Derecho de balances de sello anglosajón ha venido acompañada del cuestionamiento del régimen del capital que se extiende por Europa desde los primeros años de este siglo (partidarios, p. ej., Enriques y Macey, 2001, 2002; Ferran: 2006; críticos con la ruptura de las bases tradicionales del Derecho de sociedades de la Europa continental, Schön, 2002; Lutter, 2003; Denozza, 2002 y 2006b; como éste, advierte también de las relaciones entre el nuevo modelo contable y el proceso hacia el desmantelamiento del régimen imperativo del capital, Gondra, 2004:28 y ss.).

15 Ignorando estos elementos valorativos que exigen jerarquización de intereses y determinación del régimen, algunos siguen insistiendo en que “los aires de la reforma que se avecina, a consecuencia de la crisis, no tienen que ver con la sustitución del valor razonable por otro criterio pretendidamente más válido (como sería el coste histórico, por ejemplo), ya que ni los reguladores ni los emisores de normas ven demasiada utilidad en otros criterios más tradicionales o rodados, sino con el aumento de la confiabilidad de las medidas, que implica el establecimiento de controles sobre la elaboración de las mismas. La crisis es del ‘crédito’... que... tienen las entidades, lo que no se soluciona con criterios alternativos de valoración, sino con una mayor dosis de transparencia en la información financiera, acompañada de un control mucho más estrecho por parte de auditores y reguladores” (Gonzalo, 2009:43). Nuestra tesis es justamente la contraria: el problema es de elección entre diferentes criterios de valoración, lo que sólo puede solucionarse mediante decisiones distributivas en clave de justicia.

Quienes defienden esas posiciones no dejan de ser conscientes de los riesgos que entraña el abandono sin contrapartidas del régimen del capital social desconociendo la función que se le había venido atribuyendo. Ofrecen, por ello, soluciones alternativas basadas en una negociación bilateral en el mercado en la que los acreedores se informan sobre la capacidad de solvencia de la sociedad (*solvency test*) para reclamar otras garantías. Sin embargo, cabe dudar de que se haya analizado suficientemente el alcance y la virtualidad del régimen del capital en comparación con las nuevas propuestas basadas en relaciones contractuales y menos precisas. La sustitución del régimen del capital por soluciones jurídico-obligacionales puede costar más y ser, con ello, menos eficientes económicamente que la tradicional normativa sustentada en la obligación legal de retención patrimonial y de prohibir la distribución patrimonial sin que se hubiera generado un efectivo beneficio neto. En efecto, las propuestas importadas desde el mundo anglosajón (EE UU, Reino Unido) de desaparición del régimen del capital social a menudo conducen a incrementos importantes de los costes de negociación que generan las transacciones bilaterales. Todo ello al margen de que, desde la perspectiva de la justicia (a la que no se puede ser ajeno desde el Derecho), se trata de soluciones que manifiestamente benefician a la parte contractual que dispone de mayor poder negociador y de la capacidad para imponer sus condiciones, aunque ello fuera en detrimento de los pequeños acreedores contractuales y, sobre todo, de los acreedores extracontractuales (Denozza, 2002:586; Gondra, 2004:47). Por contra, el tradicional sistema europeo del capital social ahorra, con sus normas imperativas, los costes de negociación y representaba una ponderación legal de los diversos intereses que garantiza convincentemente (y con “justicia”) la igualdad de los acreedores contractuales (de los fuertes y los débiles) y de los extracontractuales. Se trata, además, de un modelo que no garantiza la producción de la información necesaria ni impone vínculos de comportamiento a administradores y socios.

Sin embargo, los asaltos a la doctrina del capital no han cesado. En Europa se aprecian tendencias contradictorias. Frente al abandono de las proposiciones más radicales que directamente defendían la abolición del capital social, publicadas durante la reforma de la Segunda Directiva de sociedades, se optó definitivamente por una reforma más prudente y conservadora (Directiva 2006/68/CE). Pero en la propuesta de Reglamento de Sociedad Privada Europea (COM/2008) 396 final, de 25 de junio, dirigida a crear una figura societaria europea para pequeñas y medianas sociedades, bajo la influencia del Derecho inglés y de los nuevos Estados miembros del este, desaparecen todas las exigencias propias del régimen del capital social en el Derecho de sociedades anónimas y limitadas, aunque algo se ha corregido en el Parlamento.

De igual manera, en España, la reciente reforma aprobada en la Ley 3/2009, de Modificaciones Estructurales, que también adapta la legislación al nuevo texto de la Directiva del capital, es reflejo de una cierta falta de claridad, que parece reflejar una reflexión adecuada sobre los fines y objetivos de política jurídica. Se han desechado

propuestas que venían de la comisión de codificación y que tenían amparo en la Directiva, destinadas a aligerar las normas de la asistencia financiera (con lo que ello suponía de impulso a las adquisiciones “apalancadas” y, en definitiva, al mercado de adquisiciones al que habitualmente suele concedérsele un eficaz valor fiscalizado de gestores ineficientes). Pero, por otro lado, se han flexibilizado los requisitos exigidos a las empresas para realizar cualesquiera tipos de operaciones de reestructuración, lo que supone una ampliación del poder discrecional de decisión de los directivos. Detrás de esta aparente incongruencia parece hallarse una inadecuada reflexión sobre los objetivos de política jurídica que se persiguen. Obviamente, lo que no cabe es ignorar que las apuntadas no son cuestiones meramente técnicas. Se trata de estrictos problemas de distribución, de jerarquización de fines, de ordenación de valores. Y este tipo de tareas tiene que ver con la justicia y deben ser objeto de valoración y de toma de decisión de manera consciente y reflexiva en clave político-jurídica.

3.4 El régimen de la organización de las grandes corporaciones

A) Introducción

Llegamos, al fin, a otro ámbito en el que se han dado profundos cambios en la ordenación jurídica de las empresas y en el que, como sucedía en los casos anteriores, actualmente parece cuestionarse el sentido de tales cambios a la luz de los efectos que de ellos se han derivado. En el devenir de la crisis económica hay una cuestión que ha causado perplejidad, si no indignación. Nos referimos a la actuación de los ejecutivos de las grandes corporaciones financieras que se han hundido o que, si se han salvado, ha sido gracias a la recepción de enormes recursos públicos. Se da por descontado que la gestión de esos ejecutivos ha tenido una incidencia importante en el desastre. Sin embargo, no han recibido sanción alguna por su gestión (ni pública, ni de mercado, a salvo de la pretendidamente temida penalización reputacional que sin duda tiene un precio). Pero, lo que es más grave, esos fallos de gestión y los efectos que han traído consigo se han acompañado de enormes remuneraciones satisfechas incluso después de los hundimientos bursátiles. Las declaraciones del presidente Obama del 30 de enero de 2009, diez días después de su toma de posesión, o las del primer ministro Gordon Brown a primeros de febrero (al hilo de los pagos realizados a los directivos del banco británico que mayores ayudas había recibido), o a mediados de marzo (cuando se conocieron los *bonus* que se iban a satisfacer a los directivos de AIG) las del presidente Sarkozy, no dejaban margen de duda sobre la deplorable impresión social que generaron estos pagos, a pesar de que no respondían más que al cumplimiento de lo pactado entre ejecutivos y empresas en materia de retribuciones. Aquellas declaraciones suponían una durísima crítica hacia los *managers* y directivos a quienes se consideraba responsables de la crisis e insolidarios tras las ayudas recibidas o las pérdidas de empleo. Y eran ataques dirigidos contra quienes pocos meses antes eran venerados como espejo en el que debían mirarse los gestores privados

y públicos de la economía (para la volubilidad en la consideración social hacia los dirigentes empresariales, Gondra, 2008:842).

B) El problema del “gobierno” como problema histórico y “estructural” de las sociedades anónimas con capital atomizado y disperso entre numerosos accionistas

El adecuado enfoque de los problemas de “gobierno corporativo” y de control de los directivos de las grandes compañías en el marco de la crisis actual precisa remontarse brevemente a los orígenes de la sociedad anónima. Esta escueta referencia histórica se justifica porque queremos advertir que nos enfrentamos ante un problema estructural que es causa de la intrínseca inestabilidad de la sociedad anónima y cuya solución definitiva parece harto improbable (Libertini, 2009:7; Gondra, 2008). Ya A. Smith, en el Libro V de la Investigación sobre la Naturaleza y las Causas de la Riqueza de las Naciones (1776), se refería a las difíciles relaciones entre el pequeño grupo de personas que gestionan y pueden decidir sobre las grandes masas de inversiones provenientes de múltiples socios, y los propietarios que no se interesan en controlar la gestión¹⁶. Nos situamos en el núcleo central de la ordenación de la estructura y de la organización interna de las grandes sociedades anónimas con capital disperso y fragmentado. Una ordenación que debe compatibilizar la flexibilidad necesaria para operar en el mercado con el establecimiento de normas que anulen o disminuyan los riesgos derivados de una estructura societaria en la que los

16 La actividad de una sociedad por acciones es siempre dirigida por un consejo de directores. Es verdad que este consejo está a menudo sometido, en numerosos aspectos, al control de una junta general de propietarios. Pero la mayor parte de éstos rara vez pretenden comprender algo de los negocios de la compañía y, en tanto el espíritu de facción no prevalece entre ellos, no crean problemas al respecto, sino que reciben satisfechos el dividendo semestral o anual que los directivos consideran apropiado abonarles. Esta ausencia total de problemas y riesgos, más allá de una suma muy limitada, anima a muchas personas, que nunca arriesgarían su fortuna en una sociedad de personas (*copartnery*), a convertirse en comerciantes *adventurers* en una compañía por acciones de capital conjunto. Estas compañías, por esto mismo, normalmente reúnen más capital del que podría jactarse cualquier sociedad de personas... Los directores de estas compañías, al manejar mucho más dinero ajeno que propio, no cabe esperar que lo vigilen con el mismo ansioso celo con el que los socios de una sociedad privada suelen vigilar el suyo. Igual que los asistentes de un potentado, esos directivos tienden a pensar que la asistencia a los pequeños detalles desmerece el honor de su señor, y fácilmente se consideran dispensados de la obligación de vigilarlos. En consecuencia, la negligencia y la prodigalidad han de prevalecer siempre en la administración de los negocios de estas compañías...” Libro Vi.e epígrafe 18; la oportuna cita la recoge Gondra: 2009, cuya traducción hemos conservado, aunque no coincida con la de la edición que hemos manejado. El mismo Gondra recoge citas de autores de épocas posteriores, en un sentido muy similar, lo que ilustra sobre lo poco novedoso del problema de la “pasividad” de los accionistas y de la falta de control sobre el enorme poder de decisión que disfrutaban los administradores de la sociedad anónima con capital atomizado; así, una cita del gran jurista alemán Rudolf Ihering (1877), o en los EE UU, y poco después del *crash* de 1929, de Berle y Means (1932), quienes insistían en el riesgo de “pillaje corporativo” que puede ser consecuencia de la concentración del poder económico por el reducido grupo de dirigentes empresariales, y advierten de la tendencia de los directivos a evitar toda intervención y regulación estatal que pudiera constreñir su poder: “El Estado busca en algunos aspectos regular a la corporación, mientras la corporación, cada vez más poderosa, hace todo tipo de esfuerzos para evitar tal regulación. Donde sus propios intereses están concernidos, incluso intenta dominar al Estado”.

accionistas se desentienden –racionalmente– de la defensa de sus intereses. En todo caso, es un problema peculiar del modelo de gran empresa más extendido en los EE UU, por su vocación hacia una financiación en los mercados de inversión. En cambio, no se suscita con intensidad similar en las economías con participación financiera preferente de un núcleo pequeño de accionistas empresarios o, en su caso, de las instituciones financieras¹⁷.

Las grandes sociedades anónimas en los siglos XVII y XVIII operaban como empresas con personalidad propia en virtud de un acto administrativo de concesión que las autorizaba a desarrollar una actividad económica en determinados sectores de utilidad pública. Sin embargo, en el siglo XIX se producirán en Europa cambios importantes que se reflejan en el reconocimiento del principio de libre constitución de sociedades anónimas mediante el registro de la compañía, libertad que se compensa con un estricto deber de publicidad. Nuevas crisis económicas y escándalos condujeron a cambios en la línea de condicionar la limitación de responsabilidad de los socios al cumplimiento de un sistema de amplias disposiciones normativas imperativas, que ya no sólo se aplican en el momento fundacional, garantizando su seriedad, sino durante toda la vida de la sociedad anónima. El objetivo era favorecer la posición de los accionistas y de su órgano de reunión –la junta general–, que se percibe como el instrumento para el control privado de los gestores por los propietarios. Pero también atender a la trascendencia de la sociedad anónima para los terceros. La protección de acreedores e inversores debía recaer sobre ellos mismos y no en el Estado. El fracaso de estos ilusorios instrumentos de supervisión explica reformas posteriores que tienden a agravar el régimen legal en defensa de los acreedores (normas sobre el capital para excluir trasvases patrimoniales realizados so capa de beneficios ficticios) y accionistas minoritarios (imponiéndose estrictos deberes sobre los gestores). En algunos países (Alemania), el contrapeso de estas reformas fueron nuevas proposiciones para facilitar la eficiente dirección de la gestión (con participación en la gestión de los trabajadores en algún momento posterior) y la defensa de un “interés de la empresa en sí” (*Unternehmen an sich*) que trasciende el interés a corto de los accionistas¹⁸.

C) La ordenación “flexible” del Derecho de sociedades en los EE UU

En el mismo momento en el que en Europa se incrementa el rigor del Derecho de sociedades anónimas, se produce en los EE UU un fenómeno inverso en la línea de una relajación o liberalización. A ello no fue ajeno un sistema de distribución normativa, en el que

17 Nada tiene que ver ello con los problemas que puede plantear el “gobierno” de pequeñas y medianas sociedades integradas por un número reducido y cerrado de socios. Mezclar el “gobierno” de las grandes corporaciones con el de las sociedades familiares, las cajas de ahorro o las fundaciones, como a veces se hace, sólo trae confusión al mezclar problemas heterogéneos que requieren soluciones particulares.

18 En la línea de lo propuesto durante la república de Weimar por un personaje tan interesante como W. Rathenau, empresario, judío y político liberal (que “tenía millones y flirteaba con las ideas socialistas”), asesinado por los antecesores del nazismo (cuya vertiente humana y política tan bien retrata la semblanza que de él hace quien fue su amigo Stefan Zweig en sus memorias, 233 y ss.; a sus reflexiones jurídicas sobre la sociedad anónima y a la necesidad de ajustar el control de los administradores

la legislación sobre sociedades correspondía a los Estados y no a la Unión, y donde (desde la sentencia de la Corte Suprema de 1868 en el caso *Paul v. State of Virginia*) se reconoce a la sociedad la libertad más absoluta para domiciliarse en el Estado cuya legislación estime conveniente. Esto produjo una singular carrera competitiva de los Estados a la baja (*race to the bottom* o, como la calificó el juez Brandeis en 1932, *race to the laxity*, Gondra, 2008:878) por ofrecer mayores márgenes de tolerancia y por suprimir obstáculos y cortapisas en tutela de acreedores y de los socios minoritarios. Al final de esta “carrera” concurrencial, la mayor parte de las sociedades estadounidenses acabaron domiciliándose en un Estado muy pequeño (Delaware). El resultado es un régimen de organización interna de las sociedades anónimas caracterizado por el escaso rigor (Gondra, 2008:869 y ss.). Esta opción representaba un favor hacia los ejecutivos que disponen de conocimientos especializados y por ello termina por ser titulares de un amplio poder de decisión que se independiza de aquellos de quienes lo recibieron.

Pero ello no deja de merecer objeciones. En el plano teórico, algunos estudios jurídicos y económicos, desde una perspectiva institucional, defienden la necesidad de limitar aquel enorme poder de decisión (Berle y Means, 1932; o el institucionalismo de Keynes, y, luego, las críticas al *managerialism* de Galbraith). Pero en el plano jurídico los únicos controles restrictivos son los que provienen de la aparición, a raíz del *crash* de 1929, de una ordenación imperativa de los mercados de valores (*securities regulation*) que emana de la Unión. El Derecho de sociedades sigue correspondiendo a los Estados que continúan enrolados en la lucha competitiva hacia la flexibilización.

con la “defensa y realización del interés propio de la empresa en la administración y no en los accionistas guiados por sus intereses egoístas de lucro” –Vom Aktienwesen, Berlin 1917– se refieren Esteban Velasco, 1982:123 y ss., o Gondra, 2008:875). Las corrientes institucionalistas renacen en el marco de la teoría de la *corporate social responsibility* (CSR) (a veces con displicente ignorancia de los antecedentes y, sobre todo, del profundo, riguroso e interesante debate que se produce en Alemania al amparo de la discusión sobre la participación de los trabajadores en la empresa). Lo novedoso de la nueva forma de afrontar el problema no está en la consideración plural de los intereses afectados por una gestión que afecta frente al medio ambiente, a los trabajadores, a la economía, etc., o a los *stakeholders* en general). Lo que es peculiar de los últimos años es que el deber de desempeñar una gestión socialmente responsable de la empresa se concibe desde la libertad y con criterios de eficiencia (Libertini, 2008:618, con consideraciones críticas). La CSR es voluntaria, es decir, sólo se sigue en la medida en que contribuya a mejorar la rentabilidad económica de los accionistas (Esteban Velasco, 2006:112). Finalmente, no son, por tanto, razones de justicia, sino una visión en clave económica, la que impondría a los directivos la atención de intereses distintos a los de los accionistas. Se trata de una legitimación indudablemente endeble desde un punto de vista axiológico, pues no sólo suscita dudas sobre la legitimidad del “mercado” para imponer conductas generales, sino que, sobre todo, de aptitud pues cuando actuar en defensa de esos “intereses” externos a los del círculo interior (administradores, socios) dejase de resultar eficiente, los gestores ya no tendrían que sentirse vinculados. Como también “sorprende” que este auge de la CSR se produzca (significativo es el Libro Verde de 2001 de la Comisión Europea) en paralelo con el de las tesis más liberales que pretenden entender la empresa y el interés social en clave “contractualista”. Esta flagrante contradicción no es sino efecto de una hipócrita limpieza de fachada que hoy se enmascara tan bien con el “pensamiento débil” (Libertini, 2009:18).

La independencia de los directivos y la laxitud regulatoria volverían a causar preocupación a partir de los años setenta en el marco de los estudios económicos sobre la empresa. Se redescubrirían los “viejos” problemas –la transformación de la empresa en instrumento privado de los ejecutivos para la administración de la riqueza ajena– y se reclamarían soluciones que garantizaran la fiscalización de los gestores y la imposición de medidas de defensa de los intereses de los accionistas. Sin embargo, en los EE UU la reforma del régimen de las grandes sociedades anónimas difícilmente podía realizarse con modificaciones legislativas. Para ello se confió en los mecanismos del mercado: mercado, porque la “empresa” no responde al principio de unidad jerárquica, sino que sería un entramado de relaciones contractuales bilaterales (nexo de contratos); mercado, también, porque para la fiscalización de los directivos se confiaría a la competencia por adquirir el control de las empresas en los procesos de OPA, fusiones y uniones de empresas; y mercado, al fin, porque para determinar las reglas adecuadas a la organización interna se confiaría en una selección natural y flexible a través de la competencia entre las empresas en la elección del modelo de *corporate governance*. En efecto, las propuestas ya no se recogen en leyes, sino que se reciben en “códigos pseudodeontológicos” con recomendaciones de voluntario cumplimiento. Estos textos, emanados de grupos privados, pretenden instaurar las prácticas más adecuadas para ajustar la estructura organizativa de las grandes sociedades anónimas y las pautas de conducta de sus directivos a lo que se estima que debe ser una buena y leal gestión. Y que las compañías seguirán estas recomendaciones porque percibirán que seguirlas (invertir en buen gobierno) resulta rentable¹⁹.

D) Influencia del modelo estadounidense de “gobierno corporativo” en el “modo de hacer” el Derecho de sociedades en España y en Europa

- La referencia al modelo estadounidense es imprescindible para valorar el momento presente del Derecho de sociedades anónimas en Europa y en España. Lo es, ante todo, porque es conocido el éxito que han alcanzado las propuestas de **instaurar una nueva manera de regular las grandes sociedades anónimas europeas con criterios del otro lado del Atlántico**. El reflejo de ello se aprecia en la extensión de una **regulación privada, mediante los llamados “códigos éticos” o de *best practices***, que se limitan a incorporar recomendaciones de seguimiento voluntario. En España, el proceso se inicia con la formación –bajo el auspicio del ministro Rato en el primer gobierno de Aznar– de una comisión de expertos que elaboró el llamado “Código Olivencia” (1997), que incluía 23 recomendaciones dirigidas a la mejora del gobierno y de la estructura de la sociedad anónima (Esteban Velasco, 1999:*passim*). El centro de aten-

19 En nuestro país quien lo ha expuesto más gráficamente fue Paz-Ares (2004 y 2005): la “resistencia” que al principio podrían mostrar las sociedades anónimas a cumplir voluntariamente las recomendaciones sobre buen gobierno, habría de dejar paso a un estadio de “resignación” ante la necesidad de competir con las empresas que sí las siguen, para, finalmente, llegarse a la “convicción” de que sale rentable cumplir estas recomendaciones como forma de recabar y conseguir, a mejor precio, las inversiones.

ción se sitúa en el consejo de administración, desechando cualquier intervención sobre la junta, como muestra de pesimismo hacia su capacidad para constituir instrumento de control y fiscalización de los gestores. Esas recomendaciones se referían a la estructura organizativa del consejo de administración, a su composición, a la publicidad de las retribuciones, o les indicaban a los directivos que la única pauta que debía guiar su gestión era la defensa de los accionistas reflejada en el incremento del valor de sus acciones (*share value*).

Pocos años después se publica el informe “para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas” (informe Aldama 2003), que representa ya algún cambio en la medida en que muestra cierta esperanza en la activación de las juntas y en la intervención en ella de los accionistas; tampoco se considera el incremento del valor de las acciones como paradigma único de la gestión. Por otro lado, aunque la autorregulación sigue siendo el principio rector, decae algo la confianza en ella, pues se pide la intervención del legislador para tipificar los deberes de lealtad de los directivos (una vez que se parte de que el mercado no sirve para evitar las conductas desleales) y para imponer el deber de elaborar un informe de buen gobierno en el que las sociedades deben manifestar el grado de cumplimiento de las recomendaciones o la desviación de éstas (*comply or explain*) (las diferencias entre ambos documentos en Esteban Velasco, 2003; Recalde, 2005).

El último paso del proceso es el que representa el “vigente” Código Unificado de Gobierno Corporativo que la CNMV (y que suele recibir el nombre de “Código Conthe” por quien en 2007 era presidente de aquel organismo de supervisión). Hay una línea de continuidad con los anteriores, aunque late una preocupación, porque la declaración de las sociedades de cumplimiento de las recomendaciones no se corresponde a veces con la realidad (este fenómeno fue calificado de “cumplimiento” por Paz-Ares, 2004:13, autor cuya cita aquí es relevante por su condición de miembro de las comisiones que elaboraron los tres documentos). Pero, en lo que respecta a la definición del “interés social”, frente a la tesis plural que propugnan una toma en consideración de los intereses de *stakeholders* (Embidi, 2006c:69), se sigue optando por una concepción contractualista, en la que el único criterio debido es la defensa del interés de los accionistas (Esteban Velasco, 2006:112).

En definitiva, gobiernos profundamente conservadores, pero también otros dirigidos por el Partido Socialista, optaron por este proceso de sustituir la ley por una ordenación de la organización interna de las sociedades anónimas sobre bases que, en último caso, confían en la capacidad del mercado para impulsar a los directivos a dirigir las grandes empresas en función de intereses que no vienen determinados en la ley. Lo importante es que, a través de recomendaciones elaboradas por comisiones de cuestionable composición (era patente su escoramiento ideológico), se producían modificaciones “extralegales” de la ley que rige las sociedades anónimas (Esteban Velasco, 1999).

No vamos a hacer una defensa a ultranza de un modelo positivista. Pero, aun admitiendo el pluralismo normativo que caracteriza (como siempre lo ha hecho) al Derecho mercantil, no dejan de advertirse las dificultades de los modelos de *best practices* para la construcción de un sistema coherente de reglas y principios. Sin perjuicio de no compartir la ilusión de que todo el Derecho se encuentre en la ley y en la voluntad del legislador, se advierte que la primacía de la ley y la rigidez del sistema de fuentes son condiciones necesarias de continuidad y coherencia. En un sistema que acepta la primacía de la ley, los textos legislativos son más simples y, con cláusulas generales, permiten delegar la vigilancia en la jurisprudencia. Si se acepta sin claros límites la pluralidad de fuentes, los textos normativos tienden a ser más exhaustivos y a contemplar puntillosa y pormenorizadamente cualquier supuesto, con el efecto descorazonador de abandono de la búsqueda de una coherencia interpretativa (Libertini, 2008:620).

Al margen de ello, la eficiencia del nuevo régimen dista mucho de estar demostrada. En otros lugares he advertido de los límites y las lagunas que los procesos que confían en el mercado para mejorar el “gobierno” de las empresas muestran en atención a los fines buscados (Recalde, 2005 y 2007), por lo que no me detendré más en la cuestión.

- La referencia al modelo de ordenación de las sociedades y de las empresas en los EE UU cobra importancia por otro motivo, a la luz de las **tendencias en la evolución del Derecho europeo de sociedades**. Como indiqué, en los EE UU se optó por permitir a los Estados competir en la regulación de las sociedades anónimas. La inclinación de las empresas por el Derecho de un concreto Estado (el conocido “efecto Delaware”) sería el reflejo de su adecuación a las necesidades empresariales. Pero la armonización del régimen europeo de sociedades responde a planteamientos distintos: a la convicción de que la elección del domicilio de las empresas sólo debía explicarse por razones económicas y a la necesidad de alcanzar un importante grado de seriedad en el régimen común. Desde finales de los años sesenta las directivas europeas vinieron presididas por estos objetivos, que facilitaron un importante grado de uniformidad sostenido, sobre todo al principio, en el prestigiado Derecho alemán de sociedades anónimas.

Los últimos 20 años, sin embargo, han supuesto cambios que han conducido a una crisis del Derecho europeo de sociedades. Ésta deriva del principio de subsidiariedad y de una globalización económica que ha conducido al abandono de la originaria intención de buscar la equivalencia de resultados normativos entre los Estados miembros y que se sustituye por una competencia legislativa, con el riesgo de que ello desemboque –aquí también– en la legislación más laxa y menos rigurosa (Embidi, 2006a:299). En un primer momento (a finales de la década de los ochenta y en los primeros años noventa) se produjo un parón en el proceso de armonización europea. Más interesante resulta el cambio de los últimos diez años que se da en diversos frentes: por un lado, en el abierto por el Tribunal de Justicia al generalizar la libre elección de sede y nacionalidad de las sociedades (y, con ello, del Derecho que les es aplicable) en los casos “Centros”, (1999), “Überseering” (2002) e “Inspire Art” (2003). Por otro lado, tras la

ampliación de los últimos años, las autoridades europeas parecieron inclinarse a renunciar a una política de armonización (significativo el “Plan de Acción” en materia de Derecho de sociedades que presenta la Comisión Europea, Com/2003/0284 final; Embid, 2006b; Weigmann, 2005). En fin, en el plano teórico se extienden las tesis que promueven la competencia legislativa entre los Estados. El resultado ha sido el proceso de traslado de domicilios de empresas (por ahora limitado a las pequeñas y medianas) hacia las legislaciones menos rigurosas: el Reino Unido y los países “del Este” que ingresaron recientemente en la Unión Europea.

La plasmación de estas nuevas tendencias en las decisiones de las instituciones europeas se aprecia en la desregulación y en las propuestas de ordenar las sociedades anónimas con normas no imperativas (p. ej., la propuesta de reglamento sobre sociedad privada europea COM (2008) 396 final, de 25 de junio de 2008, en este momento ya discutida en el Parlamento Europeo; por otro lado, para las sociedades anónimas, en lugar de las Directivas aparece una ordenación mediante recomendaciones europeas, como sucede para la estructura y para la remuneración de los administradores de las sociedades anónimas). El proceso supone, en definitiva, un acercamiento al modelo regulatorio británico, con lo que ello tiene de pérdida de la seriedad que había caracterizado al régimen legal de las sociedades. Pero también con lo que supone de acercamiento al modelo más influido por el Derecho de los EE UU, al que se achaca parte de los males de la crisis. Por ello, conviene detenerse en la legitimidad del modelo.

E) Justificación y límites al modelo estadounidense de “gobierno” de las grandes empresas

En los últimos años, la convergencia hacia las propuestas provenientes de los EE UU se justificaba en que en un entorno globalizado de *players* internacionales se requerían normas uniformes que los Estados no podían (ni debían) imponer. Los mecanismos autónomos de una economía libre de mercado explicarían una victoria, que se sustentaría en su mayor eficiencia.

La inclinación hacia el modelo estadounidense de *corporate governance* se basa en dos presupuestos: uno de carácter económico y otro jurídico. El primero consiste en que la estructura de las grandes sociedades con accionariado disperso es la más eficiente para estimular los mercados de capitales, y que por ello debe promoverse en todos los países. La segunda es que el sistema legal estadounidense es el que defiende mejor a los accionistas minoritarios, por lo que igualmente debería exportarse a otros países.

La hipótesis de la superioridad del modelo legal angloamericano se sostuvo en los estudios de un conocido grupo de economistas (La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny), que compararon la regulación de varios países para atribuir valores cuantitativos a ciertos datos legales, que les sirvieron para defender vehementemente la capacidad

del régimen americano de *corporate governance* para profundizar los mercados de valores y proteger mejor a los minoritarios. A estos efectos sostenían las ventajas de un control privado de la gestión (que afirmaban existente en los EE UU, lo que es discutible) sobre lo que calificaban de modelos “públicos” de la familia jurídica latina o germánica. Estas tesis llegaron a calificarse como opinión generalizada en la teoría económica y quienes aquí las apoyaron entendían que justificaban la importación del modelo estadounidense de propiedad dispersa y de *corporate governance* (p. ej., Paz-Ares, 2002:1817; Paz-Ares, 2004:16, nota 18). Pero hoy son posiciones objeto de seria controversia, cuando no se pone en cuestión su misma consistencia metodológica. En particular se critica la peculiar comparación con datos cuantitativos de elementos de diversos ordenamientos jurídicos seleccionados de forma arbitraria y sin rigor jurídico (Cools, 2005; amplios datos en Zetsche, 2005; demoledor Siems, 2005; para una crítica que sorprendentemente no se atendió entre nosotros, Montalenti, 2002:810).

Al margen de estas tesis, que hoy se estiman poco rigurosas, otros pretenden justificar la extensión del modelo americano a partir de su eficiencia contrastada en el mercado. En el contexto de una economía financiera globalizada, también las reglas aplicables a las empresas que actúan en un mismo contexto tenderían a asimilarse por la presión de las fuerzas naturales del mercado. En la elección por parte de las empresas del modelo de *corporate governance* americano no habría más razón que la de la competencia; ésta es la que, finalmente, conduciría a que la solución que se impusiera de manera natural fuese la más eficiente. Frente a la rigidez de una ordenación legal del “gobierno corporativo”, la regulación voluntaria se justificaría por su capacidad para adaptarse con mayor flexibilidad a las necesidades que suscita el mercado (crítico Denozza, 2006a:167).

Sin embargo, los datos empíricos (en los que siempre pretenden contrastarse las teorías económicas) no permiten acreditar la aptitud del mercado para impulsar a la adopción de la estructura organizativa para las corporaciones con mayores controles de los directivos y con garantía de que la gestión se encamina efectivamente a una defensa de los intereses de los accionistas²⁰. Ningún dato confirma la idea de que, desde la perspectiva del buen gobierno y de la protección de los inversores, el modelo americano de sociedades de accionariado disperso sea mejor que el europeo de propiedad concentrada (Montalenti, 2002:803; Rossi, 2001:18; Zetsche, 2005; Coffee, 1999; Garrido, 2002). Es cierto que las economías con propiedad accionarial fuertemente concentrada necesitan prevenir el riesgo de una extracción de los beneficios privados en daño de la minoría. Pero los modelos de propiedad dispersa necesitan instrumentos de control sobre unos *managers* que se sustraen del control de los accionistas y que nunca o sólo tardíamente se sujetan a la función disciplinar del mercado (Montalenti, 2005: 439). Por otro lado, sorprende que sean los estándares estadounidenses los que coticen más alto en el índice “anti-direc-

20 Montalenti (1998:385) muestra su escepticismo respecto de la existencia de un mercado de estatutos sociales en el que las empresas compitan por tutelar a los accionistas con mayor intensidad.

tores”, cuando es el país en el que manifiestamente éstos gozan de más altos niveles de libertad, en todo caso superiores a los europeos (Garrido, 2005:765 y ss.). Incluso en los EE UU algunos sectores ponen de relieve que los diferentes modelos de *corporate governance* no sólo responden a la diferente estructura accionarial americana y europea ni son resultado de un proceso competitivo de selección de estructuras y reglas jurídicas, sino más bien de una evolución en la que influyen variables culturales, sociales y políticas a las que suele hacerse referencia con la expresión *path dependence* (Roe, 1998; Bebchuk y Roe, 1999).

Pero la principal debilidad del modelo deriva de que, aunque la teoría económica ha acreditado la eficacia de los mercados para determinar cuáles son los mejores bienes porque pueden registrar información sobre la demanda y el uso, en cambio, si se trata de seleccionar y elegir las más justas y mejores reglas en materia de gestión de la empresas, el mercado es poco eficaz. En términos de justicia se impone el reconocimiento de una autoridad legítima con poder de decisión que determine la corrección de las reglas (Denoza, 2006b; Libertini, 2008:619).

F) Algunas manifestaciones concretas del “conflicto” entre el modelo americano de *corporate governance* y sus “alternativas” europeas

La comparación de los modelos estadounidense y europeo no permite verificar que la opción americana resulte ni más eficaz ni más justa, ni que evite o aminore los peligros que se han detectado en la crisis y que tanto escándalo han causado. Al contrario, el rigor, la seriedad y el carácter imperativo de algunas normas tradicionales en el modelo europeo de organización interna de las sociedades anónimas podrían ayudar a evitarlas (sin perjuicio de las necesarias reformas). Seleccionamos aquí tres concretos temas:

- **Las diferencias entre los dos modelos en la estructura y composición del órgano de administración son importantes.** Realmente en Europa no cabe hablar de un único modelo de organización, sino de varios. Al lado de aquel en el que sólo existe un órgano de administración con competencias de dirección y gestión cuya supervisión se atribuye a los accionistas a través de la junta (modelo cuyos fallos explican la evolución legislativa), en Alemania desde hace casi 100 años se asienta un modelo dualista de administración en el que conviven un estricto órgano encargado de la administración (*Vorstand*) y otro de composición personal reducida (el consejo de vigilancia) con participación de representantes de accionistas y trabajadores, con competencias para fiscalizar y supervisar al primero. Interesa destacar que en el sentido “liberalizador” o “habilitador” que tanto se defiende, varios países europeos, sin perjuicio de mantener su modelo tradicional, previenen la posibilidad de optar por el modelo dualista en el que a las dos funciones (gestión y fiscalización de la gestión) se corresponden dos órganos.

Frente a ello, en el modelo estadounidense de organización societaria las dos funciones se centralizan en un único órgano (el *Board of Directors*), si bien se distribuyen entre los diferentes *directors*. Los ejecutivos internos se encargan de la gestión de la compañía; mientras que los textos de gobierno corporativo recomiendan incluir en el consejo consejeros externos independientes, cuya función sería vigilar la gestión y defender los intereses de los accionistas minoritarios.

En España, los diversos textos de buen gobierno promovieron la incorporación del modelo estadounidense sin valorar su compatibilidad con una legislación que seguía vigente y en la que no había base para distinguir el estatuto (derechos, obligaciones, responsabilidad) de diferentes clases de miembros del consejo de administración (más allá de la delegación de facultades en consejeros delegados o comisiones ejecutivas, ex art. 141 LSA)²¹. Por otro lado, los intentos por preservar la seriedad de la calificación de independencia de los consejeros independientes (en el “Código Conthe”; véase Esteban: 2006:97) no resultaron fructíferos. Pero, sobre todo, no garantizaron que la actividad de los consejeros independientes se encaminara efectivamente a vigilar con rigor la gestión de los ejecutivos²². Al margen todo ello del sin sentido de exigir consejeros independientes en sociedades con uno o varios accionistas grandes, donde la garantía del control de los ejecutivos reside en la participación de esos accionistas principales.

Sorprende en todo caso la marcha hacia el modelo anglosajón de organizar la estructura interna de la sociedad anónima sin libertad para acoger otras posibilidades. En particular, no se entiende que el camino hacia la flexibilidad y libertad de conformación privada no se acompañe (como sucedió en Italia) de la posibilidad de elegir formas organizativas alternativas, como la que supone el sistema dualista, cuando éstas deben incorporarse ya en ámbitos sectoriales (p. ej., “sociedad europea” domiciliada en España, ex art. 237 Ley de Sociedades Anónimas, según la redacción de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre). Pero, sobre todo, cuesta entender que una reforma tan importante que afecta al núcleo organizativo de las grandes empresas se realice al margen de los procedimientos legítimos de producción de normas y sin la correspondiente reflexión.

-
- 21 La Ley 44/2002, financiera, y luego la Ley 26/2003, de transparencia, acogen la figura de los consejeros no ejecutivos y obligan a redactar reglamentos de régimen interno y de funcionamiento de los consejos de administración en las sociedades cotizadas. Pero los preceptos fundamentales, los de la Ley de Sociedades Anónimas, seguían sin recibir aquella distinción y sin crear estatutos jurídicos diferenciados.
- 22 Con ello no puede sino cuestionarse el éxito de los intentos para que la corrección de la remuneración de los directivos (cuestión sobre la que se vuelve inmediatamente) dependa de su aprobación por un consejo de administración –del que forman parte y dominan los directores ejecutivos– o por un “comité de retribuciones” formado por consejeros que se quiere que sean efectivamente independientes. Según cuenta la prensa (*El País*, 4 de abril de 2009) ésta pretende ser una de las medidas estrella de la segunda reunión del G-20 celebrada a primeros de abril de 2009 en Bruselas.

- Si hay una cuestión que durante la crisis ha generado una especial alarma es la relativa a las **descomunales y abusivas remuneraciones** que los directivos han llegado a percibir, incluso tras llevar a la bancarrota a sus empresas como efecto de su lógico cese. El debate sobre la remuneración de administradores es (de nuevo) vieja cuestión que reaparece cada vez que explota otra burbuja. Y vuelve a considerarse la conveniencia de encontrar un equilibrio entre la libertad para fijar esas retribuciones con el establecimiento de barreras o controles que eviten los abusos.

Aunque en España sólo conocían los topes o umbrales máximos para la retribución mediante la participación en los beneficios de la sociedad, las propuestas de los autores promovían al menos un control *a priori* de la remuneración de los administradores a través de la reserva de la previsión del sistema de retribución en los estatutos (art. 130 LSA) (Farrando, 2007; Roncero, 1999) del reconocimiento a la Junta de la competencia para fijarla previamente (Juste, 1999). A ello se unía una consolidada jurisprudencia para la que eran incompatibles los pagos a los administradores en razón de su cargo con las remuneraciones que obtuvieran por contratos de alta dirección (Vela Torres, 2009).

Frente a estas posturas, y en el marco del debate sobre el gobierno corporativo, se promovió el reconocimiento al consejo de administración de cotas mayores de flexibilidad a la hora de fijar la remuneración de sus altos directivos. Como en otras ocasiones, estas propuestas remitían la solución al mercado libre para determinar no sólo la cuantía de la remuneración, sino incluso las modalidades de retribución de los ejecutivos. Se entendía, así, que las restricciones legales sólo tenían sentido para los miembros no ejecutivos del consejo de administración, mientras que respecto de los consejeros ejecutivos, proclamándose la naturaleza exquisitamente contractual de sus relaciones con la sociedad anónima, el consejo debía disponer de un margen mayor de maniobra para negociar con los directivos (incluidos los consejeros ejecutivos) en virtud de un contrato de alta dirección (Paz-Ares, 2008; detalles en: León, 2009). Estas tesis se recogen en el “código unificado de gobierno corporativo” (art. 8.b.ii y 35.d), que consideró²³ compatibles la remuneración orgánica y la conclusión con los consejeros ejecutivos de contratos de alta dirección. Estas posiciones “promanagerialistas” defendían que el mercado y un adecuado sistema de transparencia podían ser instrumento suficiente para salvaguardar los intereses de la sociedad²⁴. La flexibilidad se justificaría por la capacidad de los ejecutivos

23 Obsérvese lo insólito que resulta que un documento, carente de cualquier valor normativo en el sistema legal de fuentes del Derecho sirva de directriz para las sociedades anónimas, modificando una interpretación consolidada de la jurisprudencia del Tribunal Supremo.

24 Las exigencias de transparencia aplicables a la remuneración de los administradores nunca resultaron claras en los “códigos de buen gobierno” españoles. En alguna ocasión se consideraba suficiente con la publicación de la cantidad global que se satisfacía al conjunto de los miembros del consejo de administración (ejecutivos, dominicales, independientes); mientras que otras propuestas más estrictas entendían, como debería ser lógico, que la publicidad debería referirse a la remuneración individual que en todos los conceptos recibía cada uno de los administradores.

para crear valor para los accionistas en un entorno –el del mercado de ejecutivos– pretendidamente de feroz competencia (Paz-Ares, 2009:15). Los únicos controles internos que deberían operar serían los que se produjeran a través del consejo de administración. La competencia para determinar la retribución de los altos directivos y la política de retribuciones se atribuye al propio Consejo de Administración, mientras que el pronunciamiento de la junta tiene un carácter consultivo (art. 39) (Velasco San Pedro [2006:143] duda de su compatibilidad con la Ley). Obviamente, en el acuerdo de este órgano se requeriría tanto la abstención del ejecutivo afectado como la garantía de la independencia de los demás miembros del consejo llamados a decidir sobre la remuneración de los ejecutivos (los integrantes de la “comisión de remuneraciones”).

Pero la experiencia (en España y en otros países) ni demuestra esa directa relación entre la gestión desempeñada y la creación de valor, ni mucho menos la existencia de un mercado especialmente competitivo (dadas las barreras de salida que suponen las inmensas indemnizaciones) ni, por último, la independencia de los consejeros “independientes”, que debería ser presupuesto para la atribución al consejo de la competencia para determinar la remuneración (como no podía ser menos si se tiene en cuenta quiénes promueven el nombramiento de estos independientes y les aseguran apreciables emolumentos). Al fin, no deja de ser cuestionable un sistema que sustenta la corrección de las retribuciones de los consejeros ejecutivos en controles que residen en los mismos consejos de administración que ellos dominan²⁵ o en el mero incremento de medidas de transparencia, de cuya efectividad la experiencia impulsa a dudar. Más aún cuando en Europa las reformas en ese sentido no provienen de reformas legislativas que exijan la uniformización del régimen de los Estados miembros, sino de normas con limitado efecto coercitivo, como es el caso de la “Recomendación” de la Comisión de 14 de diciembre de 2004, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa (2004/913/CE). Hoy parece indiscutible (como diversas propuestas parecen apuntar en otros países) que, de nuevo, controles y garantías no pueden establecerse si no es a través de una Ley que atempere libertad y justicia.

25 Véase nota 23. Contrástese este dato con el hecho de que en Alemania la función de determinación de la remuneración de los ejecutivos de una sociedad anónima no se atribuye en ningún caso al estricto órgano de dirección (*Vorstand*) o a un comité de remuneraciones integrado en él, sino que la competencia de tal función, asimilada a la de control y supervisión, es del Consejo de Vigilancia (*Aufsichtsrat*), órgano del que forman parte representantes de los accionistas y trabajadores de la sociedad anónima (§ 21 AktG).

- **Responsabilidad de los administradores.** La crisis financiera no ha sido obra de la naturaleza ni ha caído del cielo. Es resultado de actos de seres muy humanos, de decisiones especulativas de gestores de bancos, aseguradoras y otras instituciones financieras. Si ellos son los “actores” y causantes de la crisis, debe pensarse también en si es posible hacerles responder (Lutter, 2009). Al menos por el efecto disuasorio y preventivo que de ello derivaría, aunque es obvio que ningún patrimonio personal puede hacer frente a los inmensos daños económicos causados. La declaración de la ilicitud de las medidas tomadas podría, además, evitar el pago a los responsables de las compensaciones pactadas para el caso de cese. Como con razón se dijo, uno de los más eficaces instrumentos creados para monitorizar la gestión es el riesgo de responsabilidad de los directivos que hubiesen causado daños ilícitos a la sociedad (Paz-Ares, 2003).

Para imputar la responsabilidad por daños a los directivos de una sociedad deben determinarse, primero, las obligaciones legales infringidas. En el Derecho español los administradores deben cumplir básicamente dos tipos de deberes: obrar con la diligencia de un ordenado empresario y con la de un representante leal (art. 127 LSA). Parece claro que a los directivos de las grandes entidades financieras que han entrado en crisis se les reprocha que al invertir en los activos tóxicos gestionaron la empresa de manera negligente. El parámetro de la administración diligente es de contornos imprecisos. Pero se juzga habitualmente como negligente la gestión realizada sin suficiente información, aquella en que se incurre en riesgos extraordinarios o la que se realiza sin respetar las reglas profesionales. Hay razones para considerar que las tres situaciones se pueden identificar en la gestión desempeñada por los directivos de algunas grandes corporaciones inmersas en el desastre del último año (Lutter, 2009:198 y ss.). La información sobre los nuevos instrumentos financieros era escasa y se basaba en exclusiva en la calificación crediticia de unas agencias de *rating* especializadas en valorar empresas, pero no en la solidez de préstamos hipotecarios a particulares, que eran el subyacente de aquellos activos. Al margen de ello, no es presumible que quienes decidieron invertir en esos instrumentos llegaran a conocer su enorme complejidad. Por otro lado, también existe una negligente gestión si se asumen riesgos extraordinarios: ningún directivo actúa con diligencia cuando toma decisiones que para su empresa suponen riesgos que si llegaran a realizarse conducirían a su desaparición, tal como, sin embargo, ha sucedido en muchas ocasiones. En fin, los mismos profesionales de la banca realizaron declaraciones en otoño de 2008 en las que decían que a la crisis se llegó por el olvido de las prácticas y usos fundamentales de la práctica bancaria.

Sin embargo, algunas propuestas doctrinales, mientras promovían incrementar el rigor que se aplica a las infracciones de los administradores que violan las obligaciones de lealtad (lo que, sin embargo, no ha tenido plasmación real efectiva en las reformas), entendían (importando la doctrina americana de la *Business Judgement Rule*) que había que asumir una actitud de “indulgencia frente a las prácticas de gestión negligente” (Paz-Ares, 2003; Quijano, 2005 y 2006, discuten, con base en el Derecho español, el fundamento de la distinción entre deberes de lealtad y de diligencia a efectos de responsabilidad). A estas alturas no cabe des-

conocer que esta interpretación es un nuevo cierre a las vías que la legislación (aún vigente, por más que pese) podría abrir para aminorar las consecuencias más gravosas de una gestión suficientemente acreditada como nefasta y, en especial, para que los autores de esos actos de gestión soportasen al menos las consecuencias de sus actos.

Pero, sobre todo, el indiscutible dato de que prácticamente no se conozcan casos en los que se condene a los administradores de grandes sociedades anónimas –y, en particular, de sociedades cotizadas– a responder por los daños que hubiesen causado a la sociedad con su gestión encuentra su razón de ser en razones de tipo procesal o, si se quiere, en las dificultades legales para forzar a los administradores a cumplir con su deber de resarcir por los daños que hubiesen causado con su negligente gestión. Estos fallos de *enforcement* se sitúan fundamentalmente en las dificultades para que los accionistas minoritarios, que no se encuentran integrados en el consejo de administración, lleguen a alcanzar el umbral del 5% del capital que en España la Ley requiere para demandar a los administradores en sustitución del acuerdo mayoritario adoptado en la junta (art. 134.4 LSA) (Juste, 2004; Recalde, 2005:1897 y ss.; en el mismo sentido, en Italia, Ferrarini *et al.* 2005: 682). El ejercicio de acciones de responsabilidad por la sociedad o los minoritarios pide aligerar los condicionamientos que lo limitan, una laguna que requeriría sin duda unas reformas legislativas, que se recomendó que se emprendieran²⁶. Sólo así el riesgo de demandas promovidas por la sociedad o por los accionistas minoritarios por los daños que con su gestión hubiesen podido causar a la sociedad podría constituir un estímulo efectivo hacia una gestión eficiente. Sin embargo, en nuestro país no se han afrontado esas reformas, como, en cambio, sí se emprendieron, con cierta timidez, en otros países como Alemania en 2005, donde la legitimación para el ejercicio de esas acciones se reconoció a accionistas titulares de acciones equivalentes a 100.000 euros de valor nominal con la atribución de las costas procesales, además, a la misma sociedad (Lutter, 2009:201; Juan y Mateu, 2005).

3.5 Valoración crítica sobre la “eficiencia” y “autonomía” de la autorregulación en el “gobierno” de las empresas

Como se indicó cuando se hablaba de la “desregulación”, ésta no se entendía como una supresión de reglas. Lo que se defendía era que el lugar de las normas legales se ocupara paulatinamente por la ordenación extrajurídica o, por mejor decir, extraestatal. La regulación a través de la Ley o de las demás normas que emanan de los poderes públicos se vería, así, sustituida por reglas emanadas autónomamente de los mercados y de quienes en ellos intervienen. Estas propuestas se basaban en que los mecanismos privados de la sociedad civil serían capaces de determinar las reglas adecuadas a las necesidades de

26 Como incluso hizo el “código unificado de buen gobierno” (Quijano, 2006:135).

la economía mejor que el Estado y los poderes públicos. Es habitual, en efecto, que se diga que la crisis no se hubiera producido si empresarios y profesionales del mundo financiero se hubiesen formado con más “ética de la empresa”, cuando de lo que se está tratando es de los enormes daños causados a los intereses generales, que no parece que debieran someterse a imperativos morales de la conducta subjetiva sino a estrictas normas jurídicas objetivas de carácter general y emanadas de las instancias legitimadas para imponerlas en un Estado de derecho.

A estas alturas ya no puede seguir desconociéndose que la sustitución del derecho de las empresas y de los mercados por la autorregulación y la “ética” de los empresarios no sólo se ha mostrado ineficaz para evitar las prácticas de los últimos años que tanto han tenido que ver con la crisis, sino que a veces les han servido de coartada. La experiencia demuestra que la confianza en la capacidad de los mercados para determinar las mejores reglas de gobierno de las grandes corporaciones y para impulsar a su adopción (si no de forma convencida, sí, al menos, como cálculo de rentabilidad, según Paz-Ares, 2005) se ha visto defraudada. Mientras que no parece discutible que el mercado es un buen instrumento para la eficiente asignación de recursos, su capacidad para impulsar la adopción de las reglas de comportamiento que garanticen el correcto y leal funcionamiento de los operadores no ha encontrado reflejo en la realidad.

Pero, desde una estricta perspectiva democrática, el principal problema se sitúa en justificar la sustitución de la producción del Derecho a partir de la *potestas* que emana de los poderes públicos, por reglas que provienen de los principales detentadores del poder económico (Sánchez Andrés, 2002b:505 y ss.). Porque, en efecto, la presión de los grupos económicos más poderosos no puede sustituir la definición democrática de los fines que satisfacen intereses colectivos (Sánchez Andrés, 2008a:66). Los códigos de buen gobierno no son reglas que espontáneamente surgen en el mercado, ni las soluciones que en ellos suelen recogerse pueden justificarse en su pretendida eficiencia; responden realmente a criterios distributivos que resuelven conflictos de intereses, en definitiva, a la victoria de una opción defendida por determinados grupos de interés económico.

4. Consideraciones metodológicas: el “análisis económico del Derecho”: ¿el nuevo –y único modo– de hacer Derecho?

Este informe no puede concluir sin hacer referencia a un problema de mayor calado que afecta al mismo método de investigación de los juristas a la hora de descubrir la norma aplicable. El tema se refiere a las relaciones entre el Derecho y la Economía, a la distinción de los fines de uno y otro o, en su caso, a la posibilidad de intercambiar ambos tipos de fines. En los últimos años se han importado de los EE UU nuevas propuestas metodológicas (*law&economics*, o análisis *económico del Derecho*) que se expanden en algunos sectores de la doctrina jurídica europea y también de nuestro país. Estas corrientes rompen con todas las escuelas que se conocían hasta ahora. Se afirma como una nueva forma de hacer Derecho que ha de sustituir a la dogmática jurídica tradicional, que se da por periclitada. Lo que ahora se propugna es un análisis económico del Derecho o, al menos, el análisis con criterios económicos del Derecho privado²⁷. Ningún argumento aportaría más capacidad de convicción que el económico, porque las instituciones básicas del Derecho privado (libertad contractual, derecho de la propiedad, libertad de empresa, libertad de asociación) no serían sino la infraestructura jurídico-institucional de la economía de mercado a cuyo libre desenvolvimiento se remitiría (Alfaro, 2007). El Derecho privado reflejaría fundamentalmente el valor de la libertad individual, que en un sistema de economía de mercado busca la solución más eficiente, quedando fuera del mismo cualquier valor de justicia distributiva; su solo objetivo sería facilitar la maximización de la riqueza (Alfaro, 2007). La hipótesis de la que esta metodología parte es que “la producción del derecho privado debe guiarse (...) por el principio de eficiencia” (Paz-Ares, 1994:2843), es decir, por la persecución de la mayor eficiencia en las transacciones que las personas realizan en el mercado.

En el modelo se parte de que nadie es mejor garante de sus intereses que uno mismo y de que, cuando esa defensa particular de los intereses egoístas se confronta con la de los intereses particulares de los demás en un mercado eficiente, la “mano invisible” permite la consecución de la máxima eficiencia para el conjunto de la sociedad. Estos son los úni-

27 Sólo se consideran las corrientes más moderadas de la corriente del *law&economics*. Las más extremas sostienen que la eficiencia y los principios normativos que presiden el análisis económico rigen en todos los ámbitos, incluido el Derecho público, el penal o el penitenciario (la horrible consecuencia es la determinación de la pena de los delitos en términos de su “eficiencia”).

cos intereses que busca satisfacer el Derecho privado. Su sola función es ofrecer un régimen que supla las decisiones no tomadas por los particulares para colocarse en la posición de éstos y abaratar los costes de transacción (Alfaro, 2007). El Derecho privado liberal incorporaría, así, un valor natural en el que la justicia se refleja, simple y llanamente, en la libre búsqueda individual de la solución menos costosa. En este renacido “iusnaturalismo” (como certeramente lo calificó Sánchez Andrés, 2005:151), los fines del Derecho ya no se subordinarían a la teología y al objetivo del entendimiento de la esencia divina, como sucedía en la Edad Media, sino que se rinden a un supremo saber de la Economía, y a un nuevo dios racional –el *homo oeconomicus*–, a cuyo servicio deben supeditar su labor los juristas (crítico Sánchez Andrés, 2008a:79 y ss.). Se sustituye así el criterio normativo del hombre honesto (el buen padre de familia) en el que se basa el legislador, para sustituirlo por un hombre cuya racionalidad económica le lleva a buscar la solución más eficiente (Gondra, 1997:1592).

Los argumentos que se han ido creando y se ofrecen a juristas y jueces para interpretar y aplicar las normas, los que habían venido obteniendo un consenso sobre lo que es admisible en la argumentación y en el razonamiento jurídicos, que era lo que les confería seguridad, se entiende ahora que deben sustituirse por un análisis económico en términos de costes y beneficios. La Economía se configuraría, así, como una estricta ciencia normativa y no de mero análisis, en la que al juez le corresponde realizar una tarea retrospectiva para preguntarse por la regla que razonablemente las partes habrían pactado cuando se produjeron los hechos que se juzgan, y con arreglo a la cual debe resolverse el conflicto (Paz-Ares, 1994:2845 y ss.)²⁸. La ruptura con la ciencia jurídica convencional se proyecta en cambios en el método; pero también en la función de los juristas y, sobre todo, de los jueces. Estos deberían crear Derecho a partir de datos y conclusiones que se alcanzan con el análisis económico (Paz-Ares, 1994:2844).

Probablemente quepa convenir que a los aplicadores del Derecho (jueces, sobre todo; pero también a abogados, notarios, registradores), al igual que a los legisladores, no les pueda pasar por alto un análisis de las consecuencias que derivan de sus decisiones en términos de costes y beneficios. Estas consideraciones son especialmente convenientes en el ámbito del Derecho que ordena la Economía y las relaciones de mercado –piénsese en la imposibilidad de que este tipo de análisis se desconozca en el Derecho de defensa de la competencia– y, probablemente menos, en el ámbito del Derecho de la supervisión financiera y de los sectores regulados (Alfaro, 2007)²⁹. Pero más discutible es que el criterio de eficiencia pueda considerarse relevante a la hora de que los jueces interpreten

28 Paz-Ares (1994:2871), ofrece estos postulados con un claro valor rector de la interpretación y aplicación del Derecho (con pleno efecto normativo, por tanto), sin considerar que es necesaria otra justificación para su “vigencia”, sino en su pretendida derivación del principio de eficiencia.

29 En este caso no parece discutible la presencia de un elemento valorativo de “Justicia”, tanto desde el punto de vista de la ordenación jurídico-institucional de estos sectores regulados, como, incluso, desde una perspectiva “distributiva”, si no de la riqueza, sí, al menos, de la información relevante.

y produzcan normas y resuelvan controversias. En definitiva, que en un Estado de Derecho tenga sentido “impartir justicia con criterios de economía” (para la crítica a esta metodología: Gondra, 1997, *passim*; Mercado, 1994; Sánchez Andrés, 2005; Sánchez Andrés, 1995:229 y ss.; Sánchez Andrés, 2008a:79 y ss.).

Pero más incomprensible es que esta corriente metodológica pase, como otras, sin ser objeto de un adecuado análisis, ya que supone una ruptura absoluta con la forma de enfrentarse a la materia sobre la que operan los juristas. En efecto, no puede dejar de ser seriamente cuestionada, en primer lugar porque resulta contradictoria. Quienes confían ciegamente en el libre funcionamiento de los mercados propugnan el intervencionismo de los jueces (pero intervención) para crear mercados simulados (Gondra, 1997:1638 y ss.). Pero sobre todo porque Derecho y Economía tienen cada uno sus propios métodos de conocer (que, incluso, dentro de cada una de ambas ramas del pensamiento, no son únicos) y éstos no son en ningún caso intercambiables. El modo de pensar de los economistas neoclásicos parte de presupuestos que se asumen como simplificaciones de una realidad que pretende describirse. Pero esas asunciones operan como recursos instrumentales para alcanzar precisión en los asertos de la ciencia económica. Se piensa que así podrán obtenerse modelos abstractos, ideales y lógicos y, de esta manera, tendencialmente perfectos. Pero no por su capacidad para describir con precisión la realidad, sino porque en su simplicidad son reales en sí mismos.

La traslación de los métodos del análisis económico a una “ciencia” valorativa, como es el Derecho, no es aceptable. El análisis económico del Derecho aparece como una renovada jurisprudencia de conceptos (conceptos económicos ahora) que ofrece modelos hermosos, por la lógica racional que los engarza. Pero estos modelos adolecen de los mismos fallos de la vieja jurisprudencia de conceptos que construyó la pandectística alemana en el siglo XIX: el alejamiento de la realidad sobre la que se proyectaba el material normativo que representa la realidad tratada por el Derecho. En efecto, de los riesgos de obsesionarse por la perfección lógico-formal, los juristas tenemos alguna experiencia. Los inconvenientes del intento por describir y entender el Derecho a través de entramados lógicos de conceptos abstractos se advirtieron hace más de 100 años en la crítica que hizo Ihering. Como entonces se apreció, el peligro de esas corrientes derivaba de que resultaban incapaces de explicar y considerar los intereses y valoraciones que subyacían a las normas que regulaban una realidad que quedaba oculta³⁰. Los valores no pueden deducirse por vía de silogismo, ni pueden comprobarse empíricamente. Se fundamentan, no se racionalizan (Gondra, 1997:1653).

Pero aún más discutible es la pretensión de construir esta nueva dogmática jurídica con base y objetivos que exceden de la interpretación de normas jurídicas que les vienen dadas al jurista y que, por ello, le vinculan; sino con la intención de configurarse como

30 Para los fundamentos y principios de la jurisprudencia de conceptos y para su crítica en Ihering, véase Larenz, 1994:39 y ss., 65.

directrices extralegales que le permiten crear Derecho y resolver, con ese principio de eficiencia, los casos difíciles. El reconocimiento a favor de los jueces de un amplio poder para crear Derecho no responde a la característica visión pluralista de las fuentes de producción normativa que había caracterizado tradicionalmente al Derecho mercantil, donde la “fuerza de los hechos” siempre otorgó un alcance relevante a la costumbre y los usos (incluidos los usos corporativos) (Libertini, 2008). Ahora se trata de propuestas que trastocan la jerarquía de fuentes y la distribución de poderes en el seno del Estado, que es el sistema que está en la base de la Constitución. En la propuesta a los jueces de hacer Derecho con el arma de la eficiencia, parece olvidarse, en definitiva, que aquellos están “sometidos (...) al imperio de la Ley”, *ex art.* 117.1 Constitución Española (Gondra, 1997:1571). El Derecho trata de valores y de su jerarquización. Y estos criterios axiológicos quedan al margen de los medios que se utilizan para alcanzar cualquier tipo de fines; es decir, se situaría en los dominios de la pura razón instrumental (Sánchez Andrés, 2005:149). La determinación del fin es un tema que se sitúa en el ámbito de “lo que es justo” y de lo que no lo es; algo que –de nuevo hay que decirlo– en un estado democrático no corresponde decidir a economistas con arreglo a los criterios de su ciencia, ni tampoco libremente a los jueces.

Pero, sobre todo, en la indicación a los jueces y a los intérpretes de que creen Derecho a partir de la búsqueda de la solución más eficiente no se defienden propuestas basadas en un análisis y una ciencia económica neutral, sino las de una corriente impetrada por una valoración nada aséptica, pues este nuevo “uso alternativo del Derecho” que ahora se propugna refleja un profundo escoramiento ideológico. Si en los años setenta del pasado siglo el uso alternativo que se defendía trataba de incentivar a los jueces a realizar una interpretación libre y no vinculada a la Ley para promover valores colectivos, el actual constituye indiscutiblemente un “uso alternativo del Derecho” “de derechas”, para el que la dogmática y la Ley representan un “estorbo” (Gondra, 1997:1595).

La eficiencia difícilmente va a poder informar sobre las metas del Derecho ni puede constituir un criterio para la producción del Derecho. En primer lugar, porque el concepto de eficiencia no ofrece un criterio fiable y seguro para hallar la norma. Y la seguridad es un valor intrínseco en el ordenamiento (art. 9 de la Constitución Española). Esa seguridad es incompatible con una situación en la que ni siquiera los economistas son capaces de ponerse de acuerdo sobre el sentido del concepto económico de eficiencia, que depende de la corriente económica que se adopte como punto de partida (Gondra, 1997:1556, y, sobre todo, 1620 y ss.). Pero los efectos económicos sólo son relevantes si están internalizadas en el razonamiento jurídico (Gondra, 1997:1579). La eficiencia no es un valor en sí mismo y tampoco ofrece criterios seguros sobre los fines del Derecho. El de eficiencia no se reconoce entre los valores del Derecho vigente (ni explícita ni implícitamente, como se pretende), y en cambio sí ocupa un lugar preferente el de justicia. Aunque parezca una perogrullada, conviene recordar que los jueces administran justicia y no Economía. Incluso aunque en el Derecho privado contractual de carácter dispositivo late una función ordenadora y no de mera ayuda.

Como se advirtió desde ámbitos ajenos al Derecho, la dogmática jurídica, el tradicional modo de razonar y analizar el material sobre el que proyectan sus saberes los juristas, cumple una destacada función social: permite el control de consistencia de las decisiones judiciales (Luhman, 1983:34 y ss.), es decir, establece la previsibilidad de la norma y, con ello, confiere seguridad, que es un valor esencial que la Constitución recoge (art. 9.3 CE) (Gondra, 1997:1658 y ss.; sobre otras bases, Libertini, 2008).

5. Algunas conclusiones provisionales y propuestas en clave política

1. Durante los últimos meses se han colocado en el centro de la discusión de políticos y periodistas asuntos relativos a la ordenación jurídica de los actores de la crisis: mercados financieros, grandes empresas, la actividad de sus gestores, su remuneración o su responsabilidad por los daños que han causado con su gestión. Con ello se produce un cambio importante respecto de las políticas que estaban más generalizadas en las dos últimas décadas, políticas que reflejaban un importante recelo hacia todo lo público y hacia cualquier tipo de regulación u ordenación de la economía y de sus agentes. Estas políticas se justificaban en razón de los “valores” de la eficiencia y la flexibilidad económicas. El objetivo era anular el burocratismo, las trabas y la lentitud proveniente de una regulación que se decía que restringía la iniciativa privada y la competencia.
2. Se extendió, así, la confianza en la capacidad del mercado para impulsar, a través de la autorregulación, el establecimiento y adopción, en el marco de un proceso competitivo, de las normas y estructuras jurídicas más eficientes. El carácter técnico del sector financiero demandaría soluciones regulatorias emanadas (de manera autónoma) de entre los profesionales de esos sectores. También las reglas que determinaban los principios que presiden la formulación de balances y estados contables respondían a la pretendida capacidad de los expertos en la ciencia de valoración de las empresas para conocer y determinar el valor real (o “razonable”) de éstas. En fin, la misma estructura interna de las grandes empresas y las pautas de conducta que deben presidir la actividad de los gestores deberían seleccionarse de manera natural en el mercado, sin sufrir las limitaciones de la Ley imperativa. En definitiva, eran propuestas a las que se intentaba hacer aparecer como exigidas por razones técnicas y que, desde un punto de vista político, serían neutras o asépticas. Sin embargo, en ellas subyacían opciones políticas que eran alternativas a las reglas vigentes en la Ley y que, en definitiva, respondían a una solución valorativa (y distributiva) diferente.
3. La experiencia de los últimos años permite recelar de la capacidad del mercado para impulsar la consecución de la regulación más eficiente. Puede convenirse en la capacidad de los mercados para seleccionar y promover la producción de los bienes y servicios más eficientes. Pero no cabe confiar por igual en su capacidad para impulsar, en el marco de la lucha competitiva, la mejor solución normativa. No puede preten-

derse que el Derecho legal abarque de manera exhaustiva y detallada todos los sectores económicos. Pero difícilmente puede admitirse que la autorregulación sea la panacea. En un primer momento, porque la alteración de un modelo normativo legal sólo es posible con el amparo de normas de igual rango o de una efectiva degradación legislativa que no siempre se ha realizado. Desde el punto de vista constitucional, es cuestionable una reforma del modelo legal al margen de los procedimientos democráticos previstos para la creación de normas. Pero, en segundo lugar, porque los conocidos procesos de autorregulación raramente son el resultado de un espontáneo funcionamiento de los mercados. Demasiadas veces muestran influencias de sectores económicos capaces de imponer determinadas soluciones sin la transparencia que resulta de las reformas legales.

4. Por otro lado, la crisis ha puesto en cuestión los planteamientos político-jurídicos más extendidos en los últimos diez años y ha recuperado el elemento valorativo y el principio de justicia, que constituye la columna axiológica fundamental que preside la función ordenadora del Estado social de derecho y la economía social de mercado, que acoge nuestra Constitución. Hoy no pueden afrontarse las tan demandadas reformas legales desde el único paradigma de la eficiencia económica. La recuperación de la confianza en los mercados financieros, el descrédito de los gestores de las grandes corporaciones, la tutela de los accionistas minoritarios o de los acreedores afectados por las nuevas normas de contabilidad, y tantos otros sectores hoy necesitados de reformas legales no pueden afrontarse legalmente sin considerar de una manera reflexiva los intereses en conflicto y ordenarlos jerárquicamente. La obsesión de los últimos años por la flexibilidad ha contribuido a incrementar aquellos problemas.
5. El elemento de “justicia” se degradó a una posición subordinada, en aras de la primacía del principio económico de la “eficiencia”. Pero aquella eficiencia económica, en cuya búsqueda y satisfacción se basaban las propuestas de desregulación, difícilmente puede ser el único elemento que se considere cuando se trata de regir la economía, las entidades financieras, empresas cuya actividad repercute sobre la generalidad, o unos gestores con un extraordinario poder exento de controles efectivos. En primer lugar, porque ni tan siquiera los economistas ofrecen con claridad un concepto de eficiencia comúnmente admitido. Pero, sobre todo, atribuir tan preponderante papel a la eficiencia es cuestionable porque no constituye un principio jurídico que se encuentre acogido en nuestro sistema económico-constitucional. Los intentos de sustentar el sistema de Derecho privado liberal sobre este principio económico resultan forzados y olvidan la confluencia en él de otros principios y valores en sentido eventualmente contrario.
6. La experiencia de la crisis en la que estamos inmersos permite concluir con seguridad que la regulación y el control son indispensables, sobre todo en los mercados más complejos y cuyo correcto desenvolvimiento es presupuesto para el funcionamiento del conjunto de la economía, como es el caso de los mercados financieros. La delimita-

ción precisa de las “reglas del juego” constituye un requisito para ofrecer una seguridad sin la que se debilita la confianza en la que se apoya el conjunto del sistema económico, que hoy es el principal valor perdido. Los éxitos generalmente destacados de la regulación financiera española se refieren, ante todo, a la creación de un sistema más estricto que quedaba al margen de la normativa contable generalizada. Pero esas constatadas debilidades del modelo contable de sello estadounidense (*mark to market*) quizá deberían plantear una reforma más allá del ámbito financiero.

7. De igual manera, en el régimen de los mercados de valores, conviene quizá reconsiderar la tendencia hacia la liberalización en la creación de mercados y en la emisión de valores e instrumentos que se ha seguido recientemente. Los riesgos de derivados y de los nuevos instrumentos, así como de la proliferación de la negociación al margen de los mercados oficiales, probablemente reclamen un replanteamiento en términos de mayor prudencia.
8. El régimen de las grandes sociedades anónimas ya no puede quedar sólo al albur de recomendaciones incluidas en pseudo códigos deontológicos. Los problemas de buen gobierno, del incontrolado poder de los pequeños grupos de *managers* y ejecutivos, difícilmente van a resolverse a través de una autorregulación que, como se dijo, en muy escasa medida ha contribuido hasta ahora a limitar o reducir su amplísimo e incontrolado poder de decisión. Hoy son imprescindibles reformas globales de la estructura de las grandes sociedades anónimas (en un sentido al menos habilitador de soluciones alternativas a la estadounidense), del régimen de remuneración de los directivos (estableciendo límites y que, sobre todo, excluyan los sistemas remuneratorios que estimulan una gestión especialmente arriesgada) o de las normas en materia de responsabilidad civil (en el sentido de facilitar procesalmente un control judicial de la gestión ilícita por parte de los accionistas). Reformas que, en todo caso, se han emprendido ya o están siendo consideradas en otros países europeos.
9. Pero muchas de estas reformas (tanto en el sector financiero, como en los mercados de valores o en el régimen de las grandes sociedades anónimas) difícilmente pueden afrontarse desde un solo ámbito nacional. Su tratamiento en el Derecho europeo o, al contrario, la expresa opción por su “desregulación” excluyéndose cualquier uniformidad exige plantear el debate político en términos de un conflicto entre modelos diferentes en el que, de nuevo, la flexibilidad demandada desde instancias anglosajonas o de los nuevos Estados miembros del Este se enfrenta con las soluciones regulatorias rigurosas y más “serias”. En este marco es necesario un rearme argumentativo para recordar que lo que se gane en flexibilidad económica se pierde en seguridad, y que ni los mercados complejos ni las grandes corporaciones pueden entenderse con las solas claves de un Derecho dispositivo que sólo afecta a quienes son parte en un contrato. Los elementos institucionales que en ellos laten exigen una consideración en clave de intereses generales. El haberlo olvidado en los últimos tiempos ha podido contribuir a los más graves efectos de la crisis.

10. Las anteriores páginas pretendían sólo señalar temas sobre los que probablemente es conveniente reflexionar en clave jurídica, y no sólo de eficiencia y de crecimiento económico. Frente a la demasiado habitual búsqueda de una solución coyuntural a los problemas, entendemos necesario indagar con profundidad sobre los valores internos que subyacen cuando se ordenan los diferentes sectores de la Economía, los mercados y sus agentes, es decir, las empresas.
11. El sentido principal de estas páginas es invitar a reflexionar con pausa sobre los fines y sobre las decisiones a seguir en materia de contabilidad de las empresas, el régimen de supervisión de las instituciones financieras, la negociación en los mercados de valores y los principios que presiden la emisión de nuevos instrumentos, la estructura y el poder de decisión de los órganos de gestión de las grandes sociedades anónimas y sus deberes en materia de “responsabilidad social corporativa”, el régimen de retribución de los ejecutivos, o la responsabilidad civil de los miembros de los consejos de administración.

Bibliografía

- Alfaro J. (2007), Los juristas –españoles– y el análisis económico del derecho. www.indret.com. 23/01/2007.
- Arner, D. (2008), The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences. Asian Institute of International Financial Law, January 2009, Working Paper No. 3, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1330744.
- Atienza/Savater *et al.* (2009), Preguntas sobre Bolonia. El País, 30 de marzo de 2009 (en la publicación original aparecía como autor Fernando Savater, pero al día siguiente se corrigió la errata).
- Basedow, J. (1993), La política de la competencia en los sectores exceptuados. Un balance de la desregulación en Alemania y en Europa., RDM , 210, 1993, 1281.
- Bebchuck, L. y Roe, M. (1999), A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, 52 Stanford L. Rev. (1999), 127 y <http://papers.ssrn.com>. (de donde se cita).
- Berle, A. y Means, G. (1932), The Modern Corporation and Private Property.
- Bustelo, F. (2009), Regulación e intervención para la crisis. El País, 6 de febrero de 2009, 27 y ss.
- Capriglione, F. (2008), I ‘prodotti’ di un sistema finanziario evoluto quali regole per le banche. BBTC, 2008, vol. 61, 20 y ss.
- Coffee, J. (1999), The Future as History. The Prospects for Global Convergence in Corporate –Governance and its Implications. 93 Northwestern University Law Review, 1999, 641.
- Coffee, J. (2005), A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ. Columbia Law and Economics Working Paper No. 274, <http://ssrn.com/abstract=694581> (de donde se cita).
- Cools, S.A. (2005), The real difference in corporate law between the United States and continental Europe: distribution of Powers. Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 30, No. 3, pp. 697-766.
- Cuesta Rute, J. M.^a de la (2004), Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación. RDBB , 94, 87 y ss.
- Denozza, F. (2002), A che serve il capitale? Giur. Comm., 585.
- Denozza, F., (2006a), Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finyi) Mercali: il caso dei modelli di corporate governance. Giur. Comm., 167 y ss.

- Denozza, F. (2006b), La funzione distributive del capitale. *Giur. Comm.*, 489 y ss.
- Embid Irujo, J.M. (2006a), Adaptación de las directivas comunitarias en materia de sociedades: logros y retos pendientes. *Arroyo dir.*, I Congreso Nacional de Derecho Mercantil, Madrid, 293 y ss.
- Embid Irujo, J.M. (2006b), Aproximación al Derecho de sociedades de la Unión Europea: de las Directivas al Plan de Acción. *Not. UE*, N° 252, 5 y ss.
- Embid Irujo, J.M. (2006c), Derecho, mercado y responsabilidad social corporativa. *Papeles de Economía Española*, 108.
- Enriques, L. y Macey J.R. (2002), Raccolta di capitale di risquito e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale. *Riv. Soc.*, 78.
- Esteban Velasco, G. (1982), El poder de decisión en la sociedad anónima. Madrid.
- Esteban Velasco, G., dir. (1999), El gobierno de las sociedades cotizadas, Madrid Barcelona.
- Esteban Velasco, G. (2001), El gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española, *CDC*, 35, 2001 (pero realmente 2003), 11 y ss.
- Esteban Velasco, G. (2006), Reorganización de la composición del Consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes. *Revista de Derecho de Sociedades*, 27 (número dedicado al Comentario al Código Unificado de Gobierno Corporativo), 85.
- Estefanía, J. (2009), Contabilidad culpable. *El País*, 12.4.09.
- Farrando, I. (1996), El concepto de 'valor negociable'. En *Estudios en homenaje al profesor Menéndez, I*, Madrid, 1206 y ss.
- Farrando, I. (2007), La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas y el mercado de los ejecutivos. (Un primer examen desde la óptica mercantil de la sentencia del Tribunal Supremo, Sala Segunda de lo penal, de 17 de mayo de 2006). *RdS*, 27, 355.
- Ferran, E. (2005), Company Law Reform in the United Kingdom. *Rabels Z.*, 629.
- Ferran, E. (2006), The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union. En Lutter ed., *Legal Capital in Europe*, número monográfico dir. por Lutter en *European Company and Financial Law Review*, 178 y ss.
- Ferrarini, G., Giudici, P. y Stella-Richter jr. M. (2005), Company Law Reform in Italy: Real Progress? *Rabels Z.*, 69, 658 y ss.
- García de Enterría, J. (1989), Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al Securities Law de los Estados Unidos. *RDM*, 193-194, 653 y ss.
- Garrido, J.M^a. (2002), La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales. Bolonia.
- Garrido, J.M^a. (2005), Company Law and Capital Markets Law, *Rabels Z.* 69, 761 y ss.

- Gondra, J. M^a. (1991), Significado y función del principio de ‘Imagen fiel’ (‘True and fair view’) en el sistema del nuevo Derecho de Balances. Derecho mercantil de la Comunidad económica europea. Estudios en homenaje a J. Girón Tena, Madrid, 553 y ss.
- Gondra, J. M^a (1997), ¿Tiene sentido impartir justicia con criterios de economía? RDM 226, 1545 y ss.
- Gondra, J.M^a. (2004), El nuevo rumbo del derecho de balances europeo: las opciones que se abren al legislador español. RdS, 23, 19 y ss.
- Gondra, J.M^a. (2005a), Los riesgos de la nueva contabilidad. El País, 10.4.2005.
- Gondra, J.M^a. (2005b), Los mercados internacionales de capitales marcan el rumbo del derecho europeo de balances: ¿Hacia dónde nos llevan? En AA VV, Responsabilidad social corporativa: aspectos jurídico-económicos, Castellón 2005, 99 y ss.
- Gondra, J.M^a. (2008), El control del poder de los directivos de las grandes corporaciones. RDM , 269, 841 y ss.
- Gonzalo Angulo, J.A. (2009), Contabilidad y crisis: la fiabilidad del valor razonable, RMV, nº 4, 41 y ss.
- Greenspan, A. (2008), Banks need more capital. The Economist, December 2008, 114.
- Hunt, J. (2009), Credit Rating Agencies and the ‘Worldwide Credit Crisis’: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. Columbia Business Law Review, 1 (y en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267625, de donde se cita).
- Juan y Mateu, F. (2005), La reforma de la Aktiengesetz alemana, por la UMAG de 2005. RdS, 25, 187.
- Juste, J. (1999), La retribución de consejeros. En Esteban (coord.), El gobierno de las sociedades cotizadas, Madrid.
- Juste, J. (2004), Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social. En Rojo/Beltrán, dirs., La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital, Madrid, 115.
- Krugman, P. (2009), La venganza del exceso., El País Negocios, 29.3.2009, 8.
- Laborda, F. (2009), La ingravidez de la Ley. El País, 2.3.2009, 29 y s.
- Laínez Gadea, J.A. (2008), Efectos de la reforma contable sobre la discrecionalidad informativa, RMV, nº 3, 59 y ss.
- Larenz, K. (1994), Metodología de la ciencia del derecho. Trad. de Rodríguez Molinero, de la 4^a edición alemana (1980), en Madrid.
- León, F. (2009), La previsión en los Estatutos de la Retribución de los Administradores de las Sociedades Anónimas. El Estado de la cuestión en la Doctrina Española., En AA VV, I Foro de encuentro de profesores y jueces de Derecho mercantil, Valencia, 7 y ss.
- Libertini (2008), Le fonti private del diritto commerciale. Appunti per una discussione. Giur. Comm., 599 y ss.

- Libertini (2009), *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*. *Rivista della Società*, 3.
- Luhmann, N. (1983, fecha de la traducción española), *Sistema jurídico y dogmática jurídica*, trad. de Otto, Madrid.
- Lutter, M. (2009), *Bankenkrise und Organhaftung*. *ZIP*, 5, 197.
- Madrid Parra, A. (2009), *Garantía de los valores hipotecarios y crisis financiera*. *RDCP*, 49 y ss.
- Meléndez Huelín, O. (2009), *Derecho concursal y normativa contable del Banco de España: provisiones por insolvencia y alternativas al concurso de acreedores*. *RDCP*, 10, 241.
- Mercado (1994), *El análisis económico del Derecho (Una reconstrucción teórica)*, Madrid.
- Montalenti, P. (1998), *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*”, *Giur. Comm.*, 1998, 385.
- Montalenti, P. (2002), *Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno*. *Rivista della Società*, 803.
- Montalenti, P. (2005), *La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata*. *Giur. Comm.*, 435 y ss.
- Ontiveros, E. (2008), *El fracaso de la regulación tradicional*. *El País*, 31.8.2008.
- Ontiveros, E. (2009), *Bancos 'versus' mercados*. *El País Negocios*, 15.2.2009.
- Orón G./Recalde, A. (2009), *Información y mentiras sobre el proceso de Bolonia*. *El País* 29.1.2009.
- Paz-Ares, C. (1994), *Principio de eficiencia y derecho privado*. *Estudios en homenaje al prof. Broseta*, Valencia, 2843 y ss.
- Paz-Ares, C. (2002), *El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa*. En Est. S. Calero, II, Madrid, 1805 y ss.
- Paz-Ares, C. (2003), *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*. *RdS*, 20, 67 y ss.
- Paz-Ares, C. (2004), *El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor*. En www.indret.com y en *RDM*, 251, 7.
- Paz-Ares, C. (2005), *El cálculo del buen gobierno*. *El País*, 24.4.2005, *Suplemento Negocios-Extra Responsabilidad Social Corporativa*, XX.
- Paz-Ares, C. (2008), *El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos*. www.indret.com. nº 1/2008, y en *RDMV*, 2, 2008, 15 y ss.
- Paz-Ares, C. (2009), *Ad impossibilia nemo tenetur (o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de Administradores)*. www.indret.com, nº 2, 2009.

- Quijano González, J. (2005), Recomendación de buen gobierno corporativo y responsabilidad de los administradores. En Embid/Vítolo dirs., *Sociedades Comerciales. Los administradores y los socios. Gobierno corporativo. II Congreso Argentino-Español de Derecho Mercantil. Iguazú 2003*, Buenos Aires s.f., 127, 163.
- Quijano González, J. (2006), Estatuto de los administradores (Selección, nombramiento y cese de consejeros. Información y dedicación de los consejeros). *RdS*, 27 (número dedicado al Comentario al Código Unificado de Gobierno Corporativo), 115 y ss.
- Recalde, A. (1999), Los ‘valores negociables’ ¿concepto delimitados del derecho del mercado de valores? En *RDBB*, n° 74, 1999, 95 y ss.
- Recalde, A. (2005), Del ‘código Olivencia’ a la aplicación de la Ley de Transparencia (Un balance provisional –y decepcionante– sobre la reforma del ‘gobierno corporativo’ en las sociedades cotizadas españolas). *Revista Critica de Derecho Inmobiliario*, vol. 692, 1861 y ss.
- Recalde, A., (2007), Incidencia de las Tecnologías de la Información y Comunicación en el desarrollo de las juntas generales de las sociedades anónimas españolas, en *AAVV, Libro Homenaje al prof. García Villaverde*, Madrid, y en revista *Indret* n° 3, Julio, www.indret.com
- Recalde, A. (2009), La pretendida delimitación “objetiva” del Derecho el Mercado de Valores. Buenos Aires, en prensa.
- Roe, M. (1998), Path Dependence, Political Options, and Governance Systems. En *Hopt-Kanda-Roe-Wymeersch, Comparative Corporate Governance*, Oxford, 165 y ss.
- Roncero, A. (1999), La retribución de los administradores de la sociedad anónima. En *Manuales de la reforma mercantil en España*, vol. III, anexo al diario *Expansión*, Madrid, 35 y ss.
- Rossi (2001), Le c.d. regole di ‘corporate governance’ sono in grado di incidire sul comportamento degli amministratori? *Riv. Soc.*, 6, 18.
- Sala, X. (2004), *Global Competitiveness Report*. Oxford University Press.
- Sánchez Andrés, A. (1995), Ética y regulación en los mercados financieros. En Argandoña ed., *La dimensión ética de las instituciones y mercados financieros*, Bilbao 1995, (se cita por los Estudios jurídicos sobre el mercado de valores, Madrid 2008, 229 y ss., donde se recogió póstumamente).
- Sánchez Andrés, A. (1996), La transmisión de valores cotizados y su formalización legal (Interpretación de los artículos 36 y 38 de la Ley del Mercado de Valores). En *Estudios jurídicos en homenaje al prof. A. Menéndez, III*, Madrid 1996; pero la página que se cita es de los Estudios jurídicos sobre el mercado de valores, Madrid 2008, 553 y ss., donde aquel estudio se recoge póstumamente).
- Sánchez Andrés, A. (1999), Contabilidad y mercado de valores. Sobre la conveniencia de una información contable imperativa. En *AA VV, Estudios de Contabilidad y Auditoría en homenaje a D. Carlos Cubillo Valverde*, ICAC, Madrid 1999, la página que se cita es de los Estudios jurídicos sobre el mercado de valores, Madrid 2008, 553 y ss., donde el estudio se recoge póstumamente).
- Sánchez Andrés, A. (2000), La articulación conceptual del derecho del mercado de valores: mitos y teorías. (Inédito acabado en 2000) y publicado en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Madrid 2008, 145 y ss.).

- Sánchez Andrés, A. (2002a), La formación del jurista. Entre la Economía y la Paideia. En Laporta ed., La enseñanza del Derecho. Anuario de la Facultad de Derecho de la UAM, Madrid, 141 y ss.
- Sánchez Andrés, A. (2002b), Ius publicum-Ius privatum. Gobierno corporativo y mercado de valores. En Libro homenaje a I. Sánchez Mera, Madrid 2002, pero la página que se cita es de los Estudios jurídicos sobre el mercado de valores, Madrid 2008, 505, donde se recoge el citado estudio póstumamente).
- Sánchez Andrés, A. (2008a), Doctrina general de la regulación. En Estudios jurídicos sobre el mercado de valores, Madrid 2008, 55 y ss.
- Sánchez Andrés, A., (2008b), Los fondos de titulización. (Inédito inacabado y publicado en Estudios jurídicos sobre el mercado de valores, Madrid 2008, 145 y ss.).
- Schön, W. (2002), Wer Schutz der Kapitalschutz. ZHR, 166, 1 y ss.
- Segura, J. (1989), La empresa pública: teoría y realidad. Papeles de Economía Española, 38.
- Segura, J. (1990), “Discurso” pronunciado en el acto de recepción del “Premio Rey Juan Carlos de Economía, Madrid.
- Segura, J. (1993), Mercado y regulación, Información Comercial Española, 723,5 y ss.
- Siems, M. (2005), What does not work in comparing Securities Laws_ a critique on La Porta et Al’s Methodology. International Company and Commercial Law Review, 300 y ss. (y en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=608644, que es la versión que se cita).
- Smith, A., (1776, traducción española 1987), Investigación sobre la Naturaleza y Causas de la Riqueza de las Naciones, traducción española, Barcelona.
- Vela Torres, P. (2009), Criterios judiciales sobre retribución de administradores sociales. En I Encuentro de jueces y profesores de Derecho mercantil, Valencia, 31 y ss.
- Velasco San Pedro, L. (2006), Retribuciones de los consejeros y altos ejecutivos. Revista de Derecho de Sociedades, 27 (número dedicado al Comentario al Código Unificado de Gobierno Corporativo), 137 y ss.
- Weigmann, R. (2005) La riforma del diritto societario un punto di arrivo o un cantiere permanente? En Afferni/Visentini (a cura di), Principi civilistici nella riforma del diritto societario: Atti del Convegno Imperi 26-27 settembre 2003, Milano.
- Zetsche, D. (2005), Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations –A Six Country Comparison. ECFR ,1, 109.
- Zweig, S., (2001, fecha de la traducción española), El mundo de ayer. Memorias de un europeo, Trad. J. Fontcuberta, Barcelona.

Documentos de trabajo publicados

- 1/2003. **Servicios de atención a la infancia en España: estimación de la oferta actual y de las necesidades ante el horizonte 2010.** María José González López.
- 2/2003. **La formación profesional en España. Principales problemas y alternativas de progreso.** Francisco de Asís de Blas Aritio y Antonio Rueda Serón.
- 3/2003. **La Responsabilidad Social Corporativa y políticas públicas.** Alberto Lafuente Félez, Víctor Viñuales Edo, Ramón Pueyo Viñuales y Jesús Llaría Aparicio.
- 4/2003. **V Conferencia Ministerial de la OMC y los países en desarrollo.** Gonzalo Fanjul Suárez.
- 5/2003. **Nuevas orientaciones de política científica y tecnológica.** Alberto Lafuente Félez.
- 6/2003. **Repensando los servicios públicos en España.** Alberto Infante Campos.
- 7/2003. **La televisión pública en la era digital.** Alejandro Perales Albert.
- 8/2003. **El Consejo Audiovisual en España.** Ángel García Castillejo.
- 9/2003. **Una propuesta alternativa para la Coordinación del Sistema Nacional de Salud español.** Javier Rey del Castillo.
- 10/2003. **Regulación para la competencia en el sector eléctrico español.** Luis Atienza Serna y Javier de Quinto Romero.
- 11/2003. **El fracaso escolar en España.** Álvaro Marchesi Ullastres.
- 12/2003. **Estructura del sistema de Seguridad Social. Convergencia entre regímenes.** José Luis Tortuero Plaza y José Antonio Panizo Robles.
- 13/2003. **The Spanish Child Gap: Rationales, Diagnoses, and Proposals for Public Intervention.** Fabrizio Bernardi.
- 13*/2003. **El déficit de natalidad en España: análisis y propuestas para la intervención pública.** Fabrizio Bernardi.
- 14/2003. **Nuevas fórmulas de gestión en las organizaciones sanitarias.** José Jesús Martín Martín.
- 15/2003. **Una propuesta de servicios comunitarios de atención a personas mayores.** Sebastián Sarasa Urdiola.
- 16/2003. **El Ministerio Fiscal. Consideraciones para su reforma.** Olga Fuentes Soriano.
- 17/2003. **Propuestas para una regulación del trabajo autónomo.** Jesús Cruz Villalón.
- 18/2003. **El Consejo General del Poder Judicial. Evaluación y propuestas.** Luis López Guerra.
- 19/2003. **Una propuesta de reforma de las prestaciones por desempleo.** Juan López Gandía.
- 20/2003. **La Transparencia Presupuestaria. Problemas y Soluciones.** Maurici Lucena Betriu.
- 21/2003. **Análisis y evaluación del gasto social en España.** Jorge Calero Martínez y Mercè Costa Cuberta.
- 22/2003. **La pérdida de talentos científicos en España.** Vicente E. Larraga Rodríguez de Vera.
- 23/2003. **La industria española y el Protocolo de Kioto.** Antonio J. Fernández Segura.
- 24/2003. **La modernización de los Presupuestos Generales del Estado.** Enrique Martínez Robles, Federico Montero Hita y Juan José Puerta Pascual.
- 25/2003. **Movilidad y transporte. Opciones políticas para la ciudad.** Carme Miralles-Guasch y Àngel Cebollada i Frontera.
- 26/2003. **La salud laboral en España: propuestas para avanzar.** Fernando G. Benavides.
- 27/2003. **El papel del científico en la sociedad moderna.** Pere Puigdomènech Rosell.
- 28/2003. **Tribunal Constitucional y Poder Judicial.** Pablo Pérez Tremps.
- 29/2003. **La Audiencia Nacional: una visión crítica.** José María Asencio Mellado.
- 30/2003. **El control político de las misiones militares en el exterior.** Javier García Fernández.
- 31/2003. **La sanidad en el nuevo modelo de financiación autonómica.** Jesús Ruiz-Huerta Carbonell y Octavio Granado Martínez.

- 32/2003. **De una escuela de mínimos a una de óptimos: la exigencia de esfuerzo igual en la Enseñanza Básica.** Julio Carabaña Morales.
- 33/2003. **La difícil integración de los jóvenes en la edad adulta.** Pau Baizán Muñoz.
- 34/2003. **Políticas de lucha contra la pobreza y la exclusión social en España: una valoración con EspaSim.** Magda Mercader Prats.
- 35/2003. **El sector del automóvil en la España de 2010.** José Antonio Bueno Oliveros.
- 36/2003. **Publicidad e infancia.** Purificación Llaquet, M^a Adela Moyano, María Guerrero, Cecilia de la Cueva, Ignacio de Diego.
- 37/2003. **Mujer y trabajo.** Carmen Sáez Lara.
- 38/2003. **La inmigración extracomunitaria en la agricultura española.** Emma Martín Díaz.
- 39/2003. **Telecomunicaciones I: Situación del Sector y Propuestas para un modelo estable.** José Roberto Ramírez Garrido y Juan Vega Esquerrá.
- 40/2003. **Telecomunicaciones II: Análisis económico del sector.** José Roberto Ramírez Garrido y Álvaro Escribano Sáez.
- 41/2003. **Telecomunicaciones III: Regulación e Impulso desde las Administraciones Públicas.** José Roberto Ramírez Garrido y Juan Vega Esquerrá.
- 42/2004. **La Renta Básica. Para una reforma del sistema fiscal y de protección social.** Luis Sanzo González y Rafael Pinilla Pallejà.
- 43/2004. **Nuevas formas de gestión. Las fundaciones sanitarias en Galicia.** Marciano Sánchez Bayle y Manuel Martín García.
- 44/2004. **Protección social de la dependencia en España.** Gregorio Rodríguez Cabrero.
- 45/2004. **Inmigración y políticas de integración social.** Miguel Pajares Alonso.
- 46/2004. **TV educativo-cultural en España. Bases para un cambio de modelo.** José Manuel Pérez Tornero.
- 47/2004. **Presente y futuro del sistema público de pensiones: Análisis y propuestas.** José Antonio Griñán Martínez.
- 48/2004. **Contratación temporal y costes de despido en España: lecciones para el futuro desde la perspectiva del pasado.** Juan J. Dolado y Juan F. Jimeno.
- 49/2004. **Propuestas de investigación y desarrollo tecnológico en energías renovables.** Emilio Menéndez Pérez.
- 50/2004. **Propuestas de racionalización y financiación del gasto público en medicamentos.** Jaume Puig-Junoy y Josep Llop Talaverón.
- 51/2004. **Los derechos en la globalización y el derecho a la ciudad.** Jordi Borja.
- 52/2004. **Una propuesta para un comité de Bioética de España.** Marco-Antonio Broggi Trias.
- 53/2004. **Eficacia del gasto en algunas políticas activas en el mercado laboral español.** César Alonso-Borrego, Alfonso Arellano, Juan J. Dolado y Juan F. Jimeno.
- 54/2004. **Sistema de defensa de la competencia.** Luis Berenguer Fuster.
- 55/2004. **Regulación y competencia en el sector del gas natural en España. Balance y propuestas de reforma.** Luis Atienza Serna y Javier de Quinto Romero.
- 56/2004. **Propuesta de reforma del sistema de control de concentraciones de empresas.** José M^a Jiménez Laiglesia.
- 57/2004. **Análisis y alternativas para el sector farmacéutico español a partir de la experiencia de los EE UU.** Rosa Rodríguez-Monguió y Enrique C. Seoane Vázquez.
- 58/2004. **El recurso de amparo constitucional: una propuesta de reforma.** Germán Fernández Farreres.
- 59/2004. **Políticas de apoyo a la innovación empresarial.** Xavier Torres.
- 60/2004. **La televisión local entre el limbo regulatorio y la esperanza digital.** Emili Prado.
- 61/2004. **La universidad española: soltando amarras.** Andreu Mas-Colell.
- 62/2005. **Los mecanismos de cohesión territorial en España: un análisis y algunas propuestas.** Ángel de la Fuente.
- 63/2005. **El libro y la industria editorial.** Gloria Gómez-Escalonilla.
- 64/2005. **El gobierno de los grupos de sociedades.** José Miguel Embid Irujo, Vicente Salas Fumás.
- 65(I)/2005. **La gestión de la demanda de electricidad Vol. I.** José Ignacio Pérez Arriaga, Luis Jesús Sánchez de Tembleque, Mercedes Pardo.

- 65(II)/2005. **La gestión de la demanda de electricidad Vol. II (Anexos)**. José Ignacio Pérez Arriaga, Luis Jesús Sánchez de Tembleque, Mercedes Pardo.
- 66/2005. **Responsabilidad patrimonial por daño ambiental: propuestas de reforma legal**. Ángel Manuel Moreno Molina.
- 67/2005. **La regeneración de barrios desfavorecidos**. María Bruquetas Callejo, Fco. Javier Moreno Fuentes, Andrés Walliser Martínez.
- 68/2005. **El aborto en la legislación española: una reforma necesaria**. Patricia Laurenzo Copello.
- 69/2005. **El problema de los incendios forestales en España**. Fernando Estirado Gómez, Pedro Molina Vicente.
- 70/2005. **Estatuto de laicidad y Acuerdos con la Santa Sede: dos cuestiones a debate**. José M.^a Contreras Mazarío, Óscar Celador Angón.
- 71/2005. **Posibilidades de regulación de la eutanasia solicitada**. Carmen Tomás-Valiente Lanuza.
- 72/2005. **Tiempo de trabajo y flexibilidad laboral**. Gregorio Tudela Cambroner, Yolanda Valdeolivas García.
- 73/2005. **Capital social y gobierno democrático**. Francisco Herreros Vázquez.
- 74/2005. **Situación actual y perspectivas de desarrollo del mundo rural en España**. Carlos Tió Saralegui.
- 75/2005. **Reformas para revitalizar el Parlamento español**. Enrique Guerrero Salom.
- 76/2005. **Rivalidad y competencia en los mercados de energía en España**. Miguel A. Lasheras.
- 77/2005. **Los partidos políticos como instrumentos de democracia**. Henar Criado Olmos.
- 78/2005. **Hacia una deslocalización textil responsable**. Isabel Kreisler.
- 79/2005. **Conciliar las responsabilidades familiares y laborales: políticas y prácticas sociales**. Juan Antonio Fernández Cordón y Constanza Tobío Soler.
- 80/2005. **La inmigración en España: características y efectos sobre la situación laboral de los trabajadores nativos**. Raquel Carrasco y Carolina Ortega.
- 81/2005. **Productividad y nuevas formas de organización del trabajo en la sociedad de la información**. Rocío Sánchez Mangas.
- 82/2006. **La propiedad intelectual en el entorno digital**. Celeste Gay Fuentes.
- 83/2006. **Desigualdad tras la educación obligatoria: nuevas evidencias**. Jorge Calero.
- 84/2006. **I+D+i: selección de experiencias con (relativo) éxito**. José Antonio Bueno Oliveros.
- 85/2006. **La incapacidad laboral en su contexto médico: problemas clínicos y de gestión**. Juan Gervas, Ángel Ruiz Téllez y Mercedes Pérez Fernández.
- 86/2006. **La universalización de la atención sanitaria. Sistema Nacional de Salud y Seguridad Social**. Francisco Sevilla.
- 87/2006. **El sistema de servicios sociales español y las necesidades derivadas de la atención a la dependencia**. Pilar Rodríguez Rodríguez.
- 88/2006. **La desalinización de agua de mar mediante el empleo de energías renovables**. Carlos de la Cruz.
- 89/2006. **Bases constitucionales de una posible política sanitaria en el Estado autonómico**. Juan José Solozábal Echavarría.
- 90/2006. **Desigualdades territoriales en el Sistema Nacional de Salud (SNS) de España**. Beatriz González López-Valcárcel y Patricia Barber Pérez.
- 91/2006. **Agencia de Evaluación: innovación social basada en la evidencia**. Rafael Pinilla Pallejà.
- 92/2006. **La Situación de la industria cinematográfica española**. José María Álvarez Monzoncillo y Javier López Villanueva.
- 93/2006. **Intervención médica y buena muerte**. Marc-Antoni Broggi Trias, Clara Llubí Maristany y Jordi Trelis Navarro.
- 94/2006. **Las prestaciones sociales y la renta familiar**. María Teresa Quílez Félez y José Luis Achurra Aparicio.
- 95/2006. **Plan integral de apoyo a la música y a la industria discográfica**. Juan C. Calvi.
- 96/2006. **Justicia de las víctimas y reconciliación en el País Vasco**. Manuel Reyes Mate.
- 97/2006. **Cuánto saben los ciudadanos de política**. Marta Fraile.
- 98/2006. **Profesión médica en la encrucijada: hacia un nuevo modelo de gobierno corporativo y de contrato social**. Albert J. Jovell y María D. Navarro.

- 99/2006. **El papel de la financiación público-privada de los servicios sanitarios.** A. Prieto Orzanco, A. Arbelo López de Letona y E. Mengual García.
- 100/2006. **La financiación sanitaria autonómica: un problema sin resolver.** Pedro Rey Biel y Javier Rey del Castillo.
- 101/2006. **Responsabilidad social empresarial en España.** Anuario 2006.
- 102/2006. **Problemas emergentes en salud laboral: retos y oportunidades.** Fernando G. Benavides y Jordi Delclòs Clanchet.
- 103/2006. **Sobre el modelo policial español y sus posibles reformas.** Javier Barcelona Llop.
- 104/2006. **Infraestructuras: más iniciativa privada y mejor sector público.** Ginés de Rus Mendoza.
- 105/2007. **El teatro en España: decadencia y criterios para su renovación.** Joaquín Vida Arredondo.
- 106/2007. **Las alternativas al petróleo como combustible para vehículos automóviles.** José Antonio Bueno Oliveros.
- 107/2007. **Movilidad del factor trabajo en la Unión Europea y coordinación de los sistemas de pensiones.** Jesús Ferreiro Aparicio y Felipe Serrano Pérez.
- 108/2007. **La reforma de la casación penal.** Jacobo López Barja de Quiroga.
- 109/2007. **El gobierno electrónico: servicios públicos y participación ciudadana.** Fernando Tricas Lamana.
- 110/2007. **Sistemas alternativos a la resolución de conflictos (ADR): la mediación en las jurisprudencias civil y penal.** José-Pascual Ortuño Muñoz y Javier Hernández García.
- 111/2007. **El sector de la salud y la atención a la dependencia.** Antonio Jiménez Lara.
- 112/2007. **Las revistas culturales y su futuro digital.** M.^a Trinidad García Leiva.
- 113/2007. **Mercado de vivienda en alquiler en España: más vivienda social y más mercado profesional.** Alejandro Inurrieta Beruete.
- 114/2007. **La gestión de la demanda de energía en los sectores de la edificación y del transporte.** José Ignacio Pérez Arriaga, Xavier García Casals, María Mendiluce Villanueva, Pedro Miras Salamanca y Luis Jesús Sánchez de Tembleque.
- 115/2007. **Aseguramiento de los riesgos profesionales y responsabilidad empresarial.** Manuel Correa Carrasco.
- 116/2007. **La inversión del minoritario: el capital silencioso.** Juan Manuel Barreiro, José Ramón Martínez, Ángeles Pellón y José Luis de la Peña.
- 117/2007. **¿Se puede dinamizar el sector servicios? Un análisis del sector y posibles vías de reforma.** Carlos Maravall Rodríguez.
- 118/2007. **Políticas de creación de empresas y su evaluación.** Roberto Velasco Barroetabeña y María Saiz Santos.
- 119/2007. **La reforma del acceso a la carrera judicial en España: algunas propuestas.** Alejandro Saiz Arnaiz.
- 120/2007. **Renta y privación en España desde una perspectiva dinámica.** Rosa Martínez López.
- 121/2007. **La inversión pública en España: algunas líneas estratégicas.** Rafael Myro Sánchez.
- 122/2007. **La prensa ante el reto en línea. Entre las limitaciones del modelo tradicional y las incógnitas de su estrategia digital.** Xosé López y Xosé Pereira.
- 123/2007. **Genéricos: medidas para el aumento de su prescripción y uso en el Sistema Nacional de Salud.** Antonio Iñesta García.
- 124/2007. **Laicidad, manifestaciones religiosas e instituciones públicas.** José M.^a Contreras Mazarío y Óscar Celador Angón.
- 125/2007. **Las cajas de ahorros: retos de futuro.** Ángel Berges Lobera y Alfonso García Mora.
- 126/2007. **El Informe PISA y los retos de la educación en España.** Olga Salido Cortés.
- 127/2007. **Propuesta de organización corporativa de la profesión médica.** Juan F. Hernández Yáñez.
- 128/2008. **Urbanismo, arquitectura y tecnología en la ciudad digital.** José Carlos Arnal Losilla.
- 129/2008. **La televisión digital terrestre en España. Por un sistema televisivo de futuro acorde con una democracia de calidad.** Enrique Bustamante Ramírez.
- 130/2008. **La distribución y dispensación de medicamentos en España.** Ricard Meneu.
- 131/2008. **Nuevos mecanismos de fraude fiscal. Algunas propuestas para un modelo de investigación.** Juan Manuel Vera Priego.
- 132/2008. **Radio digital en España: incertidumbres tecnológicas y amenazas al pluralismo.** Rosa Franquet Calvet.

- 133/2008. **Dinámica emprendedora en España.** M.^a Jesús Alonso Nuez, Carmen Galve Górriz, Vicente Salas Fumás y J. Javier Sánchez Asín.
- 134(I)/2008. **Negociación colectiva, adaptabilidad empresarial y protección de los derechos de los trabajadores vol. I.** Joaquín García Murcia y María Antonia Castro Argüelles.
- 134(II)/2008. **Negociación colectiva, adaptabilidad empresarial y protección de los derechos de los trabajadores vol. II (Anexos).** Joaquín García Murcia y María Antonia Castro Argüelles.
- 135/2008. **El sindicalismo en España.** Andrew J. Richards.
- 136/2008. **La Genómica de plantas: una oportunidad para España.** Pere Arús y Pere Puigdomènech.
- 137/2008. **Planes y fondos de pensiones: propuestas de reforma.** José Luis Monereo Pérez y Juan Antonio Fernández Bernat.
- 138/2008. **Modelos de desarrollo de centros hospitalarios: tendencias y propuestas.** Óscar Moracho del Río.
- 139/2008. **La frontera de la innovación: la hora de la empresa industrial española.** Emilio Huertas Arribas y Carmen García Olaverri.
- 140/2008. **Propuestas para mejorar la calidad de vida en las ciudades.** María Cifuentes, Rafael Córdoba, Gloria Gómez (coord.), Carlos Hernández Pezzi, Marcos Montes, Raquel Rodríguez, Álvaro Sevilla.
- 141/2008. **La evolución de la productividad en España y el capital humano.** Rafael Doménech.
- 142/2008. **Los sindicatos en España frente a los retos de la globalización y del cambio tecnológico.** Holm-Detlev Köhler.
- 143/2009. **La creación del Sistema Nacional de Dependencia: origen, desarrollo e implicaciones económicas y sociales.** Elisa Díaz, Sara Ladra y Néboa Zozaya.
- 144/2009. **Biotecnología para una química verde, respetuosa con el medio ambiente.** José Luis García López.
- 145/2009. **Reinterpretando la rendición de cuentas o *accountability*: diez propuestas para la mejora de la calidad democrática y la eficacia de las políticas públicas en España.** Eduard Jiménez Hernández.
- 146/2009. **Análisis económico de los efectos de la inmigración en el sistema educativo español.** Javier Salinas Jiménez y Daniel Santín González
- 147/2009. **Seguridad, transparencia y protección de datos: el futuro de un necesario e incierto equilibrio.** José Luis Piñar Mañas.
- 148/2009. **La protección de la discapacidad en el sistema de seguridad social: propuestas de mejora.** Luis Cayo Pérez Bueno y Miguel Ángel Cabra de Luna.
- 149/2009. **El sistema de relaciones sindicales en España: un balance general del marco jurídico y del funcionamiento de la práctica sindical en el sistema socia.** Manuel Carlos Palomeque López

