

Guión de la intervención del Presidente de la CNMV en el Foro Justicia-Empresa

Enhorabuena al CGPJ y al Consejo Superior de Cámaras de Comercio por la creación, gracias al apoyo de la Fundación BBVA, de este Foro pionero: en España ha existido hasta ahora un insuficiente diálogo y unas grandes barreras entre el mundo del Derecho y el de la Economía, la empresa y los mercados financieros.

1. Una larga tradición en el pensamiento económico subraya la importancia capital de las instituciones jurídicas para el funcionamiento de los mercados financieros.

- Adam Smith y “La Riqueza de las Naciones” (Capítulo IX del Libro Primero).

“Cuando las leyes no obligan al cumplimiento de los contratos, todos los deudores quedan en pie de igualdad con los quebrados o los insolventes. La incertidumbre sobre su capacidad de recuperar el préstamo hace que el prestamista exija a todos los prestatarios el usuario tipo de interés exigido habitualmente a los quebrados. En los pueblos bárbaros que invadieron la parte occidental del Imperio Romano, el cumplimiento de los contratos se dejó a la buena fe de las partes contratantes, sin que los jueces pudieran intervenir. A eso cabe atribuir probablemente los elevados tipos de interés que prevalecían en aquella época”.

- Teoría contemporánea de “*Law and Finance*”, iniciada por La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (LLSV).

Los mercados financieros (especialmente los de valores) se han desarrollado más y mejor en aquellos países cuyo sistema jurídico está basado en el *Common Law*.

- Papel decisivo de la Jurisprudencia como fuente de Derecho, a través del precedente (*case law*, principio del *stare decisis*);
- La profesión de juez, la profesión jurídica de mayor prestigio y reconocimiento social -frente a otras como, digamos, la de abogado o fedatario público-.
- Origen histórico: acción destacada de los jueces en la lucha contra el Estado absolutista de los Estuardo y la Revolución de 1688.

Ventajas:

- Flexibilidad y equidad, dada la facilidad para adaptar el Derecho a las necesidades cambiantes del sistema económico y a las exigencias de la justicia aplicada al caso concreto, evitando abusos de derecho y fraudes de Ley.
- Énfasis histórico en el protección de los derechos de propiedad privada y de los inversores, especialmente frente a eventuales exceso del Estado.

Contraposición con los Sistemas napoleónicos (o “continental”)

- Supremacía absoluta del Derecho codificado positivo, con carácter residual de la Jurisprudencia.
 - Art.5 del Código de Napoleón prohibió a los jueces establecer reglas generales o guiarse por el precedente.
 - El juez es meramente la “boca de la Ley” (Montesquieu) o el “siervo de la Ley” (Danton).

- Tuvo su origen en la desconfianza de la Revolución ante la arbitrariedad de los jueces durante el Antiguo Régimen, y en el deseo unificador de Napoleón (sistema métrico....).
- Esa concepción “positivista” tuvo especial virulencia en el S.XIX en Francia (“Escuela de la exégesis”). Fue más matizada en Alemania, donde, el proceso codificador dio más peso a las tradiciones históricas nacionales (Escuela Histórica de Savigny y *Volksgeist*.) y a la jurisprudencia.
- Tras período inicial de “Jurisprudencia de conceptos”, basada en la interpretación lógica de la norma y en la “pirámide de conceptos” (Puchta), se abrió paso una “jurisprudencia de intereses” (segundo Ihering) o “jurisprudencia de valores”, para la que la norma pondera los intereses en juego en los conflictos jurídicos y, en consecuencia, debe ser interpretada de forma finalista.
- Tras el contrataque positivista mediante la Teoría Pura de Kelsen, el positivismo dogmático se ha ido dulcificándose, reconociendo gradualmente a la Jurisprudencia una función interpretativa que, para algunos, ha hecho de ella una fuente indirecta de Derecho.
 - Hito destacado en España: aprobación en 1974 del vigente Título Preliminar del Código Civil español, a tenor del cual la “realidad social del tiempo en que ha de ser aplicada la norma” puede utilizarse como criterio interpretativo.
 - Esta labor jurisprudencial no es exclusiva de los Tribunales, sino que también se aplica, en sentido lato, a ciertos órganos administrativos encargados de aplicar las normas (p.ej. jurisprudencia administrativa de la D.G. de Registros y Notariado).
 - Esta mañana, en este mismo Foro, el Presidente del Tribunal Supremo subrayó la necesidad de potenciar el papel de la Jurisprudencia.

2. Los Mercados de Valores de la UE viven un nuevo movimiento “unificador” o “codificador”

- impulsado no por Napoleón y la Revolución, sino por las Directivas y Reglamentos del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) y el “enfoque Lamfalussy”;
- orientado a agilizar el procedimiento de producción normativa (aparición de Directivas y Reglamentos de nivel 2, aprobadas no por el Consejo y el Parlamento, sino por la Comisión Europea, con el visto bueno de los Estados);
- que reconoce expresamente la necesidad de unificar la “jurisprudencia administrativa” (*guidance*) de las Comisiones Nacionales del Mercado de Valores (nivel 3 del Comité CESR, sobre aplicación e interpretación convergente de las normas comunitarias)

Ejcs de *guidance* de nivel 3:

- CESR-Pol: Proyecto de directrices interpretativas sobre la Directiva de Abuso de Mercado.

El proyecto, que se someterá a consulta pública esta misma semana, establece criterios sobre:

- Determinación de “información relevante” (*incide information*) en empresas cotizadas;

- Delimitación de supuestos en que una empresa puede retrasar la difusión pública de “información relevante”.
- Determinación de cuándo una orden sobre valores constituye “información relevante” para un intermediario financiero.
- CESR-Fin: Base común de datos sobre decisiones nacionales sobre aplicación de NIC y NIIF.
- Nuevo Mecanismo de Mediación entre miembros del Comité CESR en caso de disputas bilaterales.

3. Sin perjuicio de ese movimiento “codificador”, gracias a la influencia de los inversores y mercados anglosajones, se está también generalizando en todos los mercados de valores el uso de estándares, recomendaciones y mecanismos de auto-regulación que no forman parte, en sentido estricto, del Derecho positivo.

Ejs.

- Reglas y Códigos en materia de gobierno corporativo
- Facultades de auto-regulación de las Bolsas de Valores (p. ej. MIFID)
- OPAs: en el Reino Unido las reglas y procedimientos aplicables en caso de OPA han sido fijados y administrados hasta ahora por un Grupo de Expertos de Mercado (*Take Over Panel*), no por la FSA.

El fenómeno guarda cierto paralelismo histórico con el nacimiento del Derecho Mercantil, el peso de la “costumbre” como fuente del Derecho y la importancia de los usos del comercio.

Aunque tales estándares y recomendaciones no sean Derecho positivo, pueden ser relevantes como manifestación de la “realidad social del tiempo en que las normas deben aplicarse”.

4. La vieja contraposición entre sistemas de Common Law –basados en la jurisprudencia- y napoleónicos o continentales –basados en el imperio del Derecho positivo- se manifiesta cotidianamente en los debates internacionales entre reguladores financieros sobre si es preferible aplicar Reglas o Principios.

Ejs.

- Normas de contabilidad: enfoque de NICs/NIIF del IASB vs. GAAP del FASB americano: ¿qué grado de casuismo deben tener los estándares de contabilidad?;
- Alcance de los deberes fiduciarios de los consejeros de sociedades: ¿deben estar definidos con precisión en las Leyes o deben ser apreciados con relativa discrecionalidad, caso a caso, por los Tribunales (como hace, por ejemplo, en Estados Unidos, el *Chancery Court* del Estado de Delaware)?

Un enfoque regulatorio basado en principios:

- Es menos vulnerables frente a fraudes de Ley y abusos de derecho que un sistema basado en reglas detalladas (“hecha la Ley, hecha la trampa”).

Ej. aprovechamiento por Enron de las imperfectas reglas del FASB sobre consolidación de SPV; o tomas efectivas de control de sociedades cotizadas en España en los meses previos a la reforma de OPAs del 2003.

- Resulta difícil de aplicar en materia sancionadora en países de tradición jurídica napoleónica, pues las leyes y la jurisprudencia han venido ampliando a todo el Derecho sancionador – incluido el Administrativo- los tradicionales principio de tipicidad y de *lex certa* del Derecho penal y del Tributario;

Esa dificultad se agrava cuando el intérprete olvida que quienes actúan en los mercados de valores –sea como sociedad cotizada, como intermediario financiero o como accionista significativo- lo hacen con carácter voluntario y, en consecuencia, pueden quedar sujetos a estándares de conducta, de diligencia y de buena fe mucho más exigentes que los propios del Derecho común.

Ej. Caso de manipulación por Citigroup, el 4-8-04, de los mercado de renta fija pública de varios Estados miembros de la UE: sólo la FSA británica pudo aplicar sanciones a la entidad.

- Exige que las instituciones públicas llamadas a interpretar esos principios, esto es, las Comisiones Nacionales de Valores, en primera instancia, y los Tribunales de Justicia, en última:
 - Gocen de un gran respaldo, prestigio y respeto social, de suerte que el desempeño de sus funciones sea visto por los mercados como fuente de confianza, no de inseguridad jurídica;
 - Actúen con la celeridad y agilidad propias de los mercados financieros, esto es, acompañen los ritmos y plazos de sus procedimientos a las exigencias del tráfico.

La CNMV es consciente de sus obligaciones en esta materia, y de la necesidad de seguir mejorando sus tiempos de respuesta.

Como se ha visto recientemente en España, el peor de los mundos es aquél en que grandes operaciones típicas de los mercados de valores quedan paralizadas de forma cautelar, o en situación de interinidad jurídica, de resultados de procedimientos judiciales cuyos plazos de sustanciación se miden no en días o semanas, sino en años.

En el fondo, los mercados de valores comparten con algunos deportes un rasgo que un célebre jugador de fútbol, Juanito, resumió en vísperas de un partido con una frase memorable en un italiano impecable: “90 minutos en el Bernabéu son *molto longos*”.

En conclusión, un régimen jurídico que aliente la competitividad de los mercados de valores debe concebirse como una disciplina híbrida, que aúne aspectos del Derecho Público y del Derecho Privado; que contenga, junto con normas puras de Derecho positivo, un entramado de reglas de conducta auxiliares; y que sea interpretado y aplicado por instituciones capaces de alcanzar esa difícil pero imprescindible mezcla de rigor y celeridad.