

## LA EMPRESA AL DÍA

M. Portela Peñas

### ENTREVISTA CON D. BLAS CALZADA TERRADOS, PRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

*La entrevista se centra en cuatro temas: Ley de OPAS, Información a los inversores, Integración de los mercados bursátiles europeos y Normas contables.*

#### I. Ley de OPAS

*A) La nueva ley modifica las condiciones necesarias para poder adquirir el control de una empresa, primando la influencia en el Consejo de Administración y no sólo los porcentajes de participación en el capital. ¿No cree usted que el principio de "intención de designación de consejeros" amplía la indefinición y reduce la necesaria seguridad jurídica? ¿Cree usted que podrá administrarse correctamente el cumplimiento de estos requisitos? ¿Cree usted que así quedarán mejor protegidos los derechos de los accionistas minoritarios?*

Todos los cambios en la regulación requieren un esfuerzo de adaptación por nuestra parte y este caso no será un excepción. Ya he manifestado en otras ocasiones que el umbral mínimo legal del 25 por 100 (uno de los más bajos de Europa) para el lanzamiento de la OPA obligatoria es razonable. El Gobierno ha creído conveniente establecer garantías adicionales para los pequeños accionistas y ha contemplado situaciones en las que pudiera establecerse un efectivo control de una compañía sin alcanzar dicho umbral. Nuestra obligación, que cumpliremos fielmente, es aplicar la nueva normativa y creo que la experiencia acumulada en materia de OPA nos ayudará a hacerlo correctamente. En principio, parece más sencillo un sistema de OPA basado exclusivamente en límites cuantitativos, pero incluso en estos casos no son infrecuentes los problemas de interpretación. Por ejemplo, hay que contar correctamente las par-

ticipaciones para tener en cuenta la posible existencia de concertación entre varios accionistas, y hay que tener en cuenta también el peso de la autocartera, entre otras consideraciones. Así pues, estamos ya acostumbrados a lidiar con temas difíciles.

En cuanto a la cuestión de cómo quedan protegidos los derechos de los accionistas, me gustaría reiterar algo que he manifestado también en otras ocasiones. El régimen de OPA podrá ser más o menos exhaustivo, más o menos garantista. Las modificaciones que ahora se comentan introducen, desde luego, mayores garantías para los minoritarios, pero la protección de mayor calado pasará siempre por un correcto funcionamiento de las juntas generales y una activa participación de los propios accionistas en la vida societaria. De ahí el interés reiterado de la CNMV en recordar a los accionistas la conveniencia de ejercer de manera responsable sus derechos respecto al buen gobierno de las sociedades cotizadas.

*B) ¿Le parece acertada, y por qué, la articulación de las opas "competidoras", en la que desaparece el privilegio del primer oferente a decir la última palabra? ¿Cómo va a garantizarse la valoración en caso de aportación de acciones?*

El hecho de que los oferentes puedan mejorar las ofertas de forma sucesiva en estas operaciones es deseable desde el punto de vista de los accionistas de la compañía "opada", ya que sólo adquirirá la empresa aquel que realmente esté dispuesto a pagar más por ella. La posibilidad de que existan contraofertas sucesivas será positiva siempre que el proceso no sea demasiado largo y creo que la nueva normativa así lo ha tenido en cuenta. En cuanto a la cuestión de la contraprestación en valores, téngase en cuenta que los términos de la nueva oferta deberán poder compararse con los de las ofertas anteriores. Cuando se introduzcan elementos nuevos en la contraprestación que dificulten la

comparación, la normativa modificada contempla la presentación de un informe elaborado por un experto independiente que acredite la naturaleza de la mejora.

*C) En su opinión, ¿cuáles serían las ventajas y desventajas de la nueva redacción de las opas "condicionadas", por ejemplo a blindajes estatutarios?*

La posibilidad de presentar OPA condicionadas al levantamiento de blindajes u otros acuerdos sociales es una consecuencia lógica de la experiencia de los últimos años y de la tendencia actual a potenciar el papel soberano de la junta de accionistas en la vida societaria. Creo que esta nueva posibilidad será beneficiosa para los accionistas, al permitirles considerar la conveniencia de aceptar o no ofertas que, de otro modo, no se formularían. También será positiva para el sistema económico en su conjunto, al permitir que el mercado de control sea más fluido, eliminando la ineficiencia social que siempre se deriva de las situaciones de blindaje de los ejecutivos. Francamente, no veo desventajas respecto a la situación de partida.

*D) ¿Cree usted que la nueva norma reducirá la fuga de "información privilegiada"?*

La nueva norma incluye como novedad la posibilidad de acreditar el aval hasta dos días después de la presentación de la OPA. Creo que la medida debe contribuir a mitigar los riesgos de fuga de información en la negociación de los avales con las entidades financieras. Cuanto menor sea el número de iniciados, menor será dicho riesgo. También deben contribuir sustancialmente a la reducción de dicho riesgo las previsiones incluidas en la Ley Financiera que, entre otras medidas, obligan a las empresas cotizadas y a las entidades financieras a disponer de listas de iniciados y a extremar las medidas de salvaguarda de la información en la fase de diseño o negociación de sus operaciones.

*E) La próxima directiva europea sobre OPAS, ¿va a ser compatible con el espíritu y contenido de la reforma española? En cualquier caso, ¿por dónde irían las posibles divergencias?*

He dicho en diversas ocasiones que me hubiera gustado que la nueva normativa de OPA española se hubiera publicado después de la Directiva europea, pero ello no ha sido posible por el retraso que lleva la Directiva. En cualquier

caso, es difícil aventurar cual va a ser su orientación definitiva. Baste recordar que la anterior propuesta de Directiva se frustró en el último momento hace dos años. La legislación sobre OPA es dispar. De hecho, en algunos países de la Unión no ha existido hasta hace poco una legislación de este tipo propiamente dicha.

El texto de la nueva propuesta elaborada por la Comisión Europea en octubre del pasado año mantiene el grueso de la propuesta anterior e incorpora, con modificaciones, las recomendaciones de los expertos del Grupo Winter, presentadas en noviembre de 2001, sobre la fijación de un precio equitativo en las OPA obligatorias y el establecimiento de derechos de venta obligatoria (squeeze-out) y compra obligatoria (sell-out) a partir de determinados umbrales y bajo ciertas condiciones, así como la creación de un marco que garantice la igualdad de oportunidades ante el lanzamiento de una OPA. Este tercer asunto es, precisamente, uno de los más conflictivos, como ya se evidenció en la propuesta anterior. La propuesta actual reconoce y refuerza el principio de neutralidad de los administradores, pero están pendientes de negociación temas importantes que afectan a la consideración de determinadas tácticas de defensa o al tratamiento de las OPA formuladas por sociedades de países no miembros de la Unión Europea. Así pues, tendremos que seguir esperando, ojalá no durante demasiado tiempo, para conocer cual es la definitiva orientación de la Directiva.

## II. Información al inversor

*F) El proyecto de Directiva europea sobre información al inversor define los plazos y contenidos de la misma y, también, las competencias del regulador al respecto.*

*¿Puede usted explicar cuales serían las mejoras posibles en transparencia, si las hubiera, sobre la norma española?*

En general, los requisitos de información exigidos en España a las empresas cotizadas superan los contenidos mínimos del Proyecto de Directiva en materia de transparencia informativa que se presentó en noviembre de 2002. Cabe señalar, no obstante, algunas novedades que afectarán de forma práctica a nuestros mercados. Así, se contempla que los informes de auditoría, las cuentas anuales y el informe de

gestión de las sociedades cotizadas se remitan en los tres primeros meses posteriores al cierre del ejercicio, frente al límite actual del 15 de junio que rige en nuestra legislación. La obligación de suministrar información periódica no sólo afectará a las empresas cotizadas en bolsa, sino también a las empresas que emiten valores admitidos en otros mercados regulados, por ejemplo en AIAF. La comunicación obligatoria de participaciones significativas se extenderá también a ciertas operaciones con acciones susceptibles de afectar al ejercicio de los derechos de voto. Cabe señalar, asimismo, que el Proyecto de Directiva contempla la autorización del uso de medios electrónicos por parte de los accionistas para ejercer su derecho de voto en las juntas generales de accionistas.

*G) La CMNV lleva tiempo pidiendo explicaciones a algunas empresas cotizadas sobre las divergencias encontradas entre las previsiones anunciadas públicamente y las realmente producidas. Con la experiencia habida, ¿es más eficaz mantener la política de recomendaciones que la de aplicar algún requisito legal si eso fuese posible?*

Quisiera aclarar que la CNMV no recomienda, sino que exige a las empresas que expliquen con claridad las causas de las desviaciones que se han producido respecto a sus previsiones públicas. Tal explicación no es una mera cortesía, sino un acto racional consecuente con la iniciativa de las propias empresas de facilitar previsiones al mercado y tiene un valor informativo de primera magnitud para los inversores. Dicho esto, formularía tres recomendaciones a las entidades que deseen publicar previsiones sobre sus resultados. La primera es que el horizonte de previsión no vaya más allá del año en curso, teniendo en cuenta que los factores de incertidumbre presentes en los mercados pueden introducir grandes distorsiones en las previsiones a más largo plazo. En segundo lugar, que acompañen las previsiones de dos elementos de racionalidad fundamentales: los supuestos en los que se basa la entidad para realizarlas y los riesgos inherentes a las mismas. En tercer lugar, me parece necesario que el Comité de Auditoría recientemente introducido por la Ley Financiera asuma como una de sus funciones la de revisar las previsiones antes de su publicación. Creo que estas recomendaciones pueden ser suficientes en este momento, si se aplican de un modo correcto.

*H) ¿En qué estado se encuentra el proyecto de suspender la cotización de las empresas que mantengan salvedades en la auditoría? ¿Se ha ejercido el derecho, establecido por real decreto en febrero pasado, a exigir un informe complementario al de auditoría? Y, en caso afirmativo, ¿cuál ha sido la experiencia obtenida?*

La presentación de auditorías sin salvedades constituye un ideal que debería ser plenamente asumido por las sociedades cotizadas. Hoy por hoy no se contempla, por lo menos a corto plazo, un sistema coercitivo de suspensión automática de las empresas que mantengan salvedades en sus cuentas, pero la legislación vigente atribuye a la CNMV la potestad de exigir aclaraciones o ampliaciones de información en relación con las salvedades formuladas, así como la presentación de los denominados informes especiales de auditoría, regulados por Orden Ministerial de 30 de Septiembre de 1992. Dichos informes, que tienen como finalidad actualizar la información de las auditorías con salvedades, deben presentarse antes de que finalice el primer semestre siguiente al de registro de la correspondiente auditoría. Tanto las auditorías de referencia como las respuestas a los requerimientos aclaratorios o los informes especiales están a disposición del público en la página web de la CNMV. Por otra parte, es importante recordar que la Ley Financiera ha prestado una atención destacada al papel de las auditorías y de los auditores y que, entre otras medidas, ha establecido la obligatoria constitución del Comité de Auditoría en las empresas cotizadas, compuesto por una mayoría de consejeros independientes. Cabe esperar que la implantación de estos Comités permita dar un nuevo saldo de calidad en la información pública de las empresas cotizadas.

### III. Integración de los mercados bursátiles europeos

*I) Una vez aprobadas en primera instancia las directivas del "folleto único" y del "pasaporte único" para las firmas de inversión, ¿cómo cree usted que está desarrollándose el proceso de integración de los mercados bursátiles europeos? El grupo de expertos acaba de proponer un detallado calendario para lograr, en 36 meses, una regulación homogénea de los sistemas de compensación y liquidación. ¿Cree usted que tal calendario peca de optimista o de pesimista? ¿Cuáles serían, a su entender, los obs-*

*táculos principales, quizás fiscales o tecnológico o administrativos, para conseguir acelerar el proceso?*

El objetivo del proceso de integración de los mercados bursátiles es la eliminación de las trabas de diverso tipo (fiscalidad, regulación, derecho societario, procedimientos administrativos, procedimientos operativos, etc.) que hoy todavía dificultan las transacciones transfronterizas en valores dentro de la Unión Europea, tanto en lo que se refiere al mercado primario como al mercado secundario. Se trata, por tanto, de un proceso complejo y necesariamente largo, que las autoridades europeas desean acelerar. De ahí que en 1999 se pusiese en marcha el denominado Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), que preveía una larga lista de medidas armonizadoras en el campo de la regulación, principalmente. Hace dos años, el Informe Lamfalussy introdujo novedades importantes en el modo en que se elabora la regulación comunitaria que ya están siendo aplicadas, con la intención de agilizar el proceso legislativo y garantizar una aplicación efectiva y equilibrada de las normas. El objetivo asumido por el Consejo Europeo es el de alcanzar un satisfactorio grado de integración en los mercados de valores en 2005.

En mi opinión, los avances en el marco del PASF son significativos, aunque se aprecia una cierta lentitud en algunas Directivas. Ya hemos hablado de la Directiva de OPA, que es un caso extremo, al remontarse la primera propuesta al año 1989. Durante el pasado año se han aprobado Directivas importantes, entre las que cabe destacar la de prácticas abusivas de mercado (manipulación de precios e información privilegiada), esencial para reforzar la integridad de los mercados europeos en su conjunto, y la Directiva sobre supervisión adicional de los conglomerados financieros, también de notable importancia por el peso creciente de los grupos multiservicio (banca, valores y seguros). Al mismo tiempo, se ha adoptado un acuerdo de gran trascendencia, como es la adopción de las normas NIIF (normas internacionales de información financiera) por parte de las empresas cotizadas europeas a partir de 2005.

Tenemos otras importantes iniciativas en marcha, a las que conviene prestar atención. Así la Directiva de Folletos, que concede un pasaporte europeo a los emisores a través del registro de un único folleto, se halla en su última

fase de tramitación. La propuesta de actualización de la Directiva de Servicios de Inversión presentada por la Comisión, ha sido objeto de consulta pública y constituye una de las normas de mayor relevancia en esta hornada de cambios de sustancia en la regulación europea, dado que afecta al pasaporte europeo de las empresas de servicios de inversión y de los mercados. También se halla en discusión la Directiva de Transparencia Informativa, que ya hemos comentado anteriormente y, como se menciona en la pregunta, se están considerando actuaciones en el campo de la compensación y liquidación de valores.

El informe reciente de los expertos sobre compensación y liquidación (segundo Informe Giovanini) intenta dar respuesta a una evidencia: existe una excesiva disparidad y, tal vez, una excesiva multiplicidad de infraestructuras de compensación y liquidación en los mercados de valores europeos, sujetas en su actuación a normas y regímenes de fiscalidad distintos, cuya principal consecuencia es un innecesario encarecimiento de las operaciones transfronterizas en valores. La Comisión Europea ya realizó en mayo del pasado año una consulta pública al respecto y es de esperar que sus resultados, junto a las aportaciones de los dos informes del Grupo Giovanni, contribuyan a adoptar una iniciativa común que armonice la regulación y las prácticas en este campo. Es un objetivo complicado, sobre todo porque los principales obstáculos no son tanto de naturaleza operativa como de naturaleza legal, afectando de manera importante a la seguridad jurídica de las operaciones. En particular, uno de los asuntos a resolver en este campo es el de la armonización de los sistemas de registro, que suelen estar a cargo de los depositarios centrales de valores que realizan la función de compensación y liquidación.

Un aspecto que me gustaría resaltar en relación con los servicios de compensación y liquidación es que la disfuncionalidad que hoy se observa en el escenario europeo se refiere a las transacciones transfronterizas y no tanto a las transacciones de ámbito puramente nacional. En el caso español, los costes de compensación y liquidación para un inversor nacional que opere en valores cotizados en las bolsas españolas son perfectamente comparables con los costes de los sistemas de compensación y liquidación más eficientes. Los sistemas españoles de compensación y liquidación han hecho un

esfuerzo considerable durante los últimos años por mejorar sus servicios y han adoptado medidas de gran trascendencia para promover su capacidad competitiva en el nuevo escenario europeo, como el acuerdo de integración de SCLV (valores bursátiles y renta fija privada) y CADE (deuda pública) en Iberclear, muy avanzado ya desde el punto de vista operativo. La Ley Financiera ha dado un nuevo paso adelante en la organización de las infraestructuras de este tipo en nuestro país, estableciendo un nuevo marco legal que acoge a la nueva sociedad unificada (Iberclear) y contempla la posibilidad de que se establezcan alianzas o participaciones mutuas en el capital respecto a operadores de otros países.

*J) ¿Cuál cree usted que será el modelo finalmente aplicado? Y, en tal caso, ¿podría estimar cuál sería su efecto sobre el coste de financiación de las empresas españolas?*

Yo no creo que pueda hablarse de un modelo genérico, susceptible de imponerse o alcanzar una posición predominante en los mercados de valores europeos. El proceso de integración no persigue necesariamente unificar las bolsas o los sistemas de compensación y liquidación, aunque, naturalmente, al tratarse de un proceso que está modificando profundamente las reglas hasta ahora imperantes, obliga a una acomodación a las entidades que prestan servicios en los mercados, entre ellas las bolsas y los sistemas de compensación y liquidación. Creo más bien que unos mercados europeos más integrados propiciarán la competencia entre sistemas distintos y que serán los usuarios (inversores y empresas) quienes irán dando preeminencia a unos sobre otros en función de su coste y servicios. Aunque la caída de las bolsas de estos tres últimos años ha impuesto una mayor lentitud en el proceso de reestructuración de los mercados y los sistemas de compensación europeo, ya se aprecian hoy dos tendencias distintas entre los principales sistemas. Así, mientras que el conglomerado Euronext apuesta por un modelo de integración horizontal de sus negocios, la Bolsa Alemana parece optar por consolidar su posición mediante un proceso de integración vertical (negociación más compensación y liquidación). El tiempo dirá si estas estrategias tienen una vocación duradera o son, simplemente, fruto de las actuales dificultades de crecimiento.

En mi opinión, la integración de los merca-

dos financieros no puede ser sino beneficiosa para los usuarios de servicios financieros españoles, dado que incrementa sus posibilidades de elección. Por el lado de los inversores ya hemos tenido oportunidad de comprobarlo claramente a través del aumento de la diversificación sectorial e intrasectorial que se ha producido, por ejemplo, en la cartera de los fondos de inversión nacionales. También a través de la presión indirecta, cuando no directa, a la baja sobre los corretajes propiciada por el pasaporte comunitario de las ESI y de los bancos. Por el lado de las empresas, es cierto que los beneficios inmediatos se centran principalmente en las de mayor tamaño, que pueden aprovechar con mayor facilidad las nuevas oportunidades de financiación derivadas del mercado único. Sin embargo, también las empresas de menor tamaño se beneficiarán de este nuevo escenario, puesto que la integración favorece con carácter general el aumento de la oferta de servicios de financiación y facilita un acercamiento a inversores que, en un marco de mayor fragmentación nacional de los mercados, resultaría impensable.

*K) ¿Ha quedado definitivamente resuelto el tratamiento de la "internalización" de operaciones de compraventa de acciones fuera de los mercados bursátiles, en las plataformas alternativas de negociación existentes al respecto?*

La Comisión Europea ha justificado la admisión de las prácticas de internalización en razón de las potenciales ventajas que pueden implicar para intermediarios e inversores, al ahorrar costes y facilitar el pago de las operaciones. Sin embargo, es obvio que estas operaciones entrañan riesgos que deberían reducirse al mínimo, admitiéndolas sólo cuando se trate de la mejor alternativa para los intereses del cliente. Afortunadamente, el texto actualmente en elaboración considera que debe aplicarse un régimen de transparencia completo a las transacciones de los inversores, con independencia de donde se ejecuten éstas, algo completamente acertado desde mi punto de vista. En el caso de la internacionalización de órdenes, este criterio se traduce en que los intermediarios deberán comunicar inmediatamente al mercado más profundo el precio y volumen de todas las operaciones realizadas fuera del mercado, así como las órdenes de clientes que no hayan ejecutado en los términos solicitados por el cliente. Además los intermediarios quedarán sometidos al principio de mejor ejecución o trato más favo-

rable para las órdenes de los clientes. En cualquier caso, la posibilidad de operar fuera del mercado quedará sometida al requisito de conocimiento previo y expreso del cliente.

*L) ¿En qué momento de desarrollo se encuentra la Directiva sobre información privilegiada y manipulación de mercado?*

La Directiva sobre Prácticas Abusivas de Mercado fue aprobada el 3 de diciembre de 2002. Como he señalado antes, se trata de una Directiva de gran calado. Las prácticas abusivas perjudican a los inversores, menoscaban su confianza y acaban dificultando la financiación de las sociedades en los mercados financieros. Esta es la primera iniciativa comunitaria que contempla de modo unitario el fenómeno del abuso de mercado en sus dos principales manifestaciones: el abuso de información privilegiada y la manipulación de cotizaciones. La Directiva recoge numerosos ejemplos de prácticas manipuladoras y comprende importantes medidas de transparencia en torno a la realización de operaciones sobre valores por parte de los administradores y gestores de las sociedades. Un aspecto a destacar de esta Directiva es que ha sido la primera que se ha elaborado de acuerdo con las recomendaciones del Informe Lamfalussy, que prevé el desarrollo de normas de aplicación de la Directiva (normas de segundo nivel) mediante un proceso simplificado. La regulación española ya incorpora prácticamente todas las novedades introducidas por esta Directiva., gracias a la Ley Financiera.

#### IV. Normas contables

*M) ¿Cómo cree usted que es el grado de preparación de las empresas cotizadas españolas de cara a la aplicación, en 2005, de las normas internacionales de contabilidad (NIC)?*

En 2005 se publicarán las nuevas cuentas, pero deberán poder compararse de forma homogénea con las de 2004. Por tanto, las empresas deberán tener también disponible las cuentas de 2004 con arreglo a las NIC (ahora se denominan NIIF). Sé que una parte importante del tejido empresarial español ya ha tomado conciencia práctica respecto a la aplicación de las NIIF, que suponen todo un cambio de filosofía para las empresas, y a la cercanía del período de adopción obligatoria. En particular, sé que se están realizando los estudios previos para la

identificación de las diferencias entre las prácticas contables actuales y las que se derivan de las NIIF y, también, que han comenzado los trabajos de adaptación de los procesos y procedimientos. La CNMV quiere colaborar activamente en este proceso y, a tal efecto, participa en sesiones informativas junto con las sociedades rectoras de las bolsas y ha colaborado en la edición de algunos documentos.

Las nuevas normas contribuirán a mejorar la transparencia informativa y los inversores exigen que se apliquen correctamente y en los plazos señalados. Si, como espero, así ocurre, ello contribuirá a fortalecer la confianza de los inversores en nuestro mercado bursátil y facilitará el acceso de las empresas españolas a la financiación en los mercados de capitales. Las nuevas normas contables supondrán, además, una simplificación evidente para las empresas que coticen simultáneamente en diversos mercados europeos. Mi impresión es que, en términos generales, las empresas españolas realizarán este cambio sin grandes problemas, aunque, eso sí, deberán hacer un esfuerzo importante para ayudar a los inversores a interpretar correctamente los estados financieros elaborados con las nuevas normas.

*N) ¿Para cuando cree usted que serán obligatorias las NIC para las empresas individuales cotizadas y para las pymes españolas? ¿Cómo se resolverá el problema de coherencia entre cuentas individuales y consolidadas en empresas cotizadas? ¿Habrá un mismo modelo contable con diferentes grados de exigencia según sea la empresa cotizada o no?*

Coincido plenamente con las conclusiones del Libro Blanco sobre la situación de la contabilidad en España que, a petición del Ministerio de Economía, presentó en junio del pasado año un grupo de expertos, entre los que se incluían representantes de la CNMV. Creo que las NIIF deberían aplicarse también y cuanto antes a las cuentas individuales de las empresas cotizadas y a las sociedades no cotizadas, para acelerar la familiaridad del público con las nuevas normas y evitar en lo posible confusiones y problemas de coherencia derivados de la coexistencia de dos normas contables distintas. Respecto a las pequeñas y medianas empresas, me parece razonable contemplar el horizonte 2006-2007 para una aplicación plena del nuevo modelo contable. Tenga en cuenta que el proceso requerirá modificaciones en el Código de Comer-

cio, la Ley de Sociedades Anónimas y las normas fiscales, además del Plan General Contable.

*O) ¿Cómo cree usted que afectará a las empresas españolas el utilizar el criterio de valor razonable (de mercado), en vez del de coste de adquisición, en la valoración de activos y pasivos financieros?*

La presión en favor de adoptar el valor razonable como criterio de valoración de activos y pasivos financieros ha ido en aumento durante los últimos años, de manera especialmente intensa durante los últimos dos años. En principio, me parece positivo que se introduzca este criterio, porque es más preciso, al aproximar el valor contable al valor real de la compañía, en particular al valor bursátil. Comprendo que exista un cierto temor al impacto de la volatilidad, pero creo que los inversores se acostumbrarán a este nuevo sistema de valoración y sabrán interpretar de forma correcta los movimientos en los precios, como ya ocurre en Estados Unidos, donde las normas contables incorporan este criterio. La Directiva 2001/65/CE, que prevé la introducción del criterio, establece importantes excepciones, mitigando de una manera razonable los posibles efectos indeseables de la volatilidad. En cualquier caso, no creo que la introducción del valor razonable en nuestro país comporte un cambio sustancial de las valoraciones bursátiles y me parece positivo que nuestras empresas se sumen a una corriente que favorece la precisión y la comparación de la información financiera.

*P) ¿Cree usted que será posible conseguir la neutralidad fiscal ante la posible modificación de las bases imponibles que traerá consigo la aplicación de la NIC?*

Desde luego me parece absolutamente deseable y estoy seguro de que se realizarán todos los esfuerzos de adaptación de la fiscalidad necesarios para ello. Un mero cambio de las normas contables no debería tener impacto fiscal. En este sentido, el momento clave será, sin duda, la extensión de la obligatoriedad de las NIIF a las cuentas individuales de las sociedades.

*Q) ¿Cree usted que las NIC establecerán, como en los EEUU, la revisión anual de la périda de valor del fondo de comercio?*

Las prácticas contables norteamericanas

(emitidas por el FASB) establecen que el fondo de comercio no debe ser amortizado, sino que debe someterse a pruebas periódicas para determinar su posible deterioro. Ésta es una de las divergencias que existen entre éstas normas y las prácticas del IASB (del que emanan las NIIF), que establecen periodos de amortización determinados para estos activos. En este contexto, es obvio que las empresas estadounidenses no ven sus resultados afectados por la amortización del fondo de comercio en los años posteriores a la adquisición, salvo que las pruebas periódicas revelen sistemáticamente la existencia de un deterioro significativo.

En mi opinión, estamos en un proceso imparable de homogeneización contable a escala mundial, no sólo por el proceso que vive la Unión Europea de adaptación a las Normas Internacionales de Contabilidad, sino también por el reciente acuerdo de los organismos reguladores contables más importantes (IASB y FASB) para lograr que las normas contables existentes y futuras sean compatibles en el menor plazo de tiempo posible y que la compatibilidad se mantenga en el tiempo. En el marco de este acuerdo, en una primera fase, se tratarán las diferencias existentes entre las normas NIC y las normas FASB y, por tanto, veo posible la homogeneización no sólo de esta divergencia sino de otras muchas.

*Por último, y separado del cuestionario general, quizás quisiera preguntarle su opinión acerca del debate sobre la eficacia de la regulación/autorregulación en las actividades financieras (por ejemplo, auditorías).*

En el caso de la auditoría, la experiencia reciente en Estados Unidos parece apoyar la conveniencia de la regulación sobre la autorregulación o, por lo menos, el establecimiento de un sistema de control público más severo ante la existencia de importantes conflictos de interés. La Ley Sabarnes-Oxley ha propiciado la creación en ese país de un organismo supervisor público. En la Unión Europea, se ha intensificado el esfuerzo para la armonización de las normas sobre auditoría al objeto de fortalecer la confianza de los inversores en la calidad de este importante instrumento. El Comité de Auditoría de la Unión Europea está manejando la posibilidad de sustituir los sistemas de autorregulación basados en organismos profesionales. En España, partimos con una cierta ventaja, porque la función auditora ya está regulada por un

organismo público, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). Además, la reciente Ley Financiera ha reforzado los controles, exigiendo una mayor responsabilidad a los auditores y a los administradores. Destaca especialmente la creación obligatoria de un Comité de Auditoría en las empresas cotizadas, con participación mayoritaria de consejeros independientes.

*También su opinión acerca de la imposición de la ley Sabarnés-Oxley de los EEUU a las auditorías de empresas europeas cotizadas en los mercados de aquel país.*

La respuesta del Legislativo norteamericano a los escándalos contables ha sido realmente rápida. La Ley Sarbanes-Oxley ha introducido una serie de normas destinadas a recuperar la confianza de los inversores que afectan tanto a las sociedades cotizadas, incluidas las extranjeras, como a los profesionales que prestan servicios en los mercados, incluidos los auditores que revisan las cuentas de las empresas europeas cotizadas en aquel país. Es comprensible la zozobra que ha causado la extraterritorialidad de la Ley sobre los auditores europeos, que quedarían sujetos a la supervisión del Public Company Accounting Oversight Board, el nuevo organismo de supervisión de la función auditora. Yo espero que las autoridades norteamericanas adopten una posición razonable, como la que adoptaron respecto a las sociedades europeas cotizadas en sus mercados, al eximir las de cumplir una serie de requisitos de la Ley que diferían de los del país de origen.

*Y también su opinión sobre el texto, recién publicado, sobre el Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II) establecido por el Banco Internacional de Pagos que, presumiblemente, debería entrar en vigor en 2006.*

El espíritu de la propuesta para el Nuevo Acuerdo de Capital, actualmente sometido a consulta pública, sigue siendo el mismo que el

del acuerdo anterior: adecuar los requerimientos de capital de las entidades a los riesgos que asumen, de una forma más estrecha, si es posible. El acuerdo que actualmente está vigente cubre explícitamente dos tipos de riesgos: el de crédito y el de mercado, entendiéndose que el tratamiento de estos riesgos cubre implícitamente otros riesgos. El tratamiento del riesgo de mercado fue recogido en la Enmienda de 1996. Las novedades más importantes de la propuesta para el nuevo acuerdo son dos: por una parte, la posibilidad de que las entidades que dispongan de modelos propios de medición de riesgos debidamente acreditados utilicen los cálculos internos a la hora de determinar sus necesidades de capital y, por otra parte, la introducción de un tratamiento explícito para el riesgo operativo.

La actualización del acuerdo es un proceso complejo, dada la rapidez con la que se producen los cambios en los mercados y en el modo de gestión de las entidades. Por eso me parece destacable el esfuerzo que ha hecho el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en esta labor, extendiendo el diálogo con los participantes en el sector bancario y con supervisores de países que no son miembros, incluidos organismos como IOSCO. En mi opinión, los modelos propios de medición de riesgos serán utilizados por las empresas de mayor tamaño, aunque con carácter general todas las entidades cambiarán la forma en que miden y gestionan sus riesgos y se abrirán nuevas oportunidades para aquellas entidades que sean capaces de adaptarse al nuevo entorno. Aunque las medidas de este acuerdo afectan fundamentalmente a los bancos, no se pueden obviar las repercusiones en el ámbito de los mercados de valores. En este sentido, está en marcha una revisión de la Directiva Europea sobre Adecuación de Capital, cuyos requerimientos se dirigen tanto a entidades de crédito como a empresas de servicios de inversión, que se nutrirá principalmente de las recomendaciones del Nuevo Acuerdo de Basilea.