



- ◆ Trabajo realizado por el equipo de la Biblioteca Digital de la Universidad CEU-San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)

— transmisión que tenga su origen en acuerdos de reorganización de un grupo empresarial.

c) tratarse de la ejecución de los siguientes contratos antecedentes y compraventas complementarias:

— compraventas que sean consecuencia de transacciones o acuerdos dirigidos a poner fin a conflictos.

— compraventas que formen parte de operaciones integradas por una pluralidad de contratos especiales relacionados entre sí.

d) cualquier otra causa que, a juicio del órgano de supervisión, justifique suficientemente la autorización de la operación.

D) *Operaciones especiales con contrapartida por cuenta propia.* Se aplican las mismas normas de las aplicaciones.

E) *Operaciones especiales entre miembros.* Se aplican igualmente las normas sobre aplicaciones.

F) *Operaciones singulares derivadas de la ejecución de contratos de opción sobre acciones.* Se ajustan a los procedimientos especiales establecidos entre MEFV Renta Variable y la Sociedad Rectora o la Sociedad de Bolsas, según proceda.

G) *Comunicación de operaciones:* todas las aplicaciones y operaciones especiales por cuenta propia y entre miembros deben ser comunicadas al Departamento de Supervisión de acuerdo con un calendario definido.

H) *Supuesto de estrangulamiento del mercado.* En estos casos (antes ya citados), los miembros del mercado deben presentar unas notas tras la celebración infructuosa del segundo corro en las que se recojan las órdenes de compra y venta que pretenden efectuar al precio resultante de variar en un 20% el precio de cierre de la sesión anterior. Dichas órdenes son vinculantes hasta el cierre del proceso por la Comisión de Contratación. Se fijará cambio sólo si es posible atender un 20% de la demanda o de la oferta excepcional.

Si el resultado de dicho cómputo de órdenes fuere contrario, a juicio de la Comisión de Contratación, a la situación existente en el mercado cuando se produjo el estrangulamiento, ésta puede declarar inválido el resultado del cómputo.

No se autorizan aplicaciones cuando exista situación de estrangulamiento del mercado.

José Enrique Cachón Blanco

10. En EE UU, las reclamaciones de los inversores se dilucidan fundamentalmente a través de procedimientos arbitrales

En *ABA Journal* correspondiente al mes de mayo de este año se da cuenta, en un artículo firmado por McGowan M., de la importancia que ha tomado en el mercado de valores norteamericano el procedimiento arbitral como cauce procesal para resolver las reclamaciones de los inversores y de la clientela en general.

Desde que en 1987 el Tribunal Supremo de los EE UU estableció en *Shearson/American Express v. McMahon*, 482 U.S. 220 (1987) que en los asuntos de aplica-

ción de la sección 10-b de la Securities Exchange Act de 1934 deben resolverse por la vía arbitral siempre que las partes lo hubieran así convenido, excluyéndose de esta forma el conocimiento de estas cuestiones a los órganos jurisdiccionales.

Como consecuencia de tal sentencia, lo cierto es que a partir de tal momento las cláusulas arbitrales han proliferado en los contratos de gestión de carteras y demás que firman los mediadores con su clientela, resultando que en la actualidad la práctica totalidad de las reclamaciones de los inversores se ventilan por medio de arbitrajes.

En el artículo de referencia se dice que la National Association of Securities Dealers (NASD) ha conocido más de las dos terceras partes de las 5.000 controversias planteadas en el último año, correspondiendo otra parte importante a New York Stock Exchange, de modo que estas dos instituciones han conocido más del 94% de todas las reclamaciones.

El procedimiento utilizado sigue el llamado Code of Arbitration Procedure elaborado por la Security Industry Conference on Arbitration. Los honorarios devengados en estos arbitrajes son proporcionales a la cuantía de la controversia, teniendo carácter regresivo.

Debe destacarse que en el informe realizado por los organismos federales sobre los laudos dictados se ha determinado que no hay indicios de corporativismo, hasta el punto de que más del sesenta por ciento de las reclamaciones planteadas han sido estimadas.

A nuestro juicio, constituye este fenómeno un antecedente muy interesante de cara a la evolución de nuestro mercado de valores y de la importancia que puede adquirir la institución arbitral en este contexto. En este sentido, sin duda la figura del Protector del Inversor creada en la Bolsa de Valores de Madrid, de la que dimos cuenta en esta revista (*RDBB* 44), constituye un paso intermedio que vislumbra la trascendencia que pueda tener el arbitraje en nuestro mercado.

Miguel Sánchez-Calero Guilarte

11. El fracaso de TAURUS. Los problemas del proceso de desmaterialización de los valores en el Reino Unido

Son ya más de diez años los que lleva la Bolsa de Londres en el intento de alcanzar un sistema electrónico de anotaciones en cuenta para la liquidación de las operaciones sobre valores de renta variable. Todos sus esfuerzos se habían plasmado en el denominado proyecto TAURUS (*Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock*). El 11 de marzo de 1993 la Bolsa de Londres decidió abandonar el proyecto TAURUS. En esa misma fecha el Banco de Inglaterra constituyó un grupo de trabajo que, antes del final de junio, debe alcanzar una solución alternativa de bajo coste y rápida aplicación para solventar el problema de la liquidación de valores en el Reino Unido.

El sistema TALISMAN

Hasta la fecha la Bolsa de Londres había contado con el sistema TALISMAN (*Transfer Accounting, Lodgement for Investors and Stock Management for Jobbers*) como antecesor —y, ahora, como sobreviviente— del «fallecido» TAURUS. El TALISMAN es un sistema de liquidación de valores que lleva operando desde 1979.¹ Sólo resulta aplicable para la transmisión de valores que son cotizados en Bolsa. Funciona por medio de la SEPON Ltd. (*Stock Exchange Pool Nominee*), entidad depositaria de la Bolsa de Londres, a nombre de la cual se inscriben los títulos objeto de contratación hasta la de liquidación. También interviene en el sistema el *Stock Exchange Settlement Center*, que lleva la contabilidad de todas las ventas y adquisiciones realizadas por los intermediarios (*jobbers o brokers*) adheridos a la SEPON Ltd. La Bolsa opera actualmente con un sistema de cuenta bisemanal y el plazo transcurrido entre el día en que se acuerda la transmisión del valor y el de la liquidación de la operación alcanza los diez días (D+10) y, en ocasiones, incluso los 21 días (D+21) —lo cual debe ser entendido como un aspecto criticable.² Tampoco resulta positivo el saldo que arroja un análisis del TALISMAN desde una perspectiva doctrinal. Actualmente, todos los ordenamientos jurídicos se ven orientados por una misma tendencia en todo lo que se refiere al campo de los mercados de valores. Esta tendencia apunta hacia la «desmaterialización» de los valores. Atendiendo a diversos aspectos —como pueden ser la forma de constitución o creación de los valores, los modos de legitimación para el ejercicio de los derechos de socio, los procedimientos seguidos para la circulación o transmisión de los valores, etc.— se puede hacer una clasificación gradual de los distintos ordenamientos jurídicos, dependiendo de que la desmaterialización de los valores sea en ellos más o menos intensa. El sistema TALISMAN sitúa al ordenamiento jurídico británico en uno de los últimos puestos de esta gradación, encontrándose por delante de él ordenamientos como el francés, el danés, el italiano, el alemán, el suizo, el japonés o el español.³

¹ V., sobre el sistema TALISMAN, R.P. PENNINGTON, *Company Law*, 5.ª ed., Londres 1985, pp. 247 y 422 ss.

² Estas cifras distan mucho de las recomendaciones que el Grupo de los Treinta —un órgano informal constituido por miembros de los principales mercados de valores mundiales— hizo en 1989, señalando D+3 como el período de liquidación que sería más deseable, al que actualmente se acercan la mayor parte de los mercados de valores más evolucionados.

³ V. R. LENER, *La "dematerializzazione" dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milán 1989, pp. 8 ss. Este autor establece cinco categorías o niveles, siendo en el primero de ellos en el que la desmaterialización es más intensa (*dematerializzazione totale obbligatoria*), mientras que en el último la desmaterialización es más débil. Lener clasifica el sistema TALISMAN en el cuarto nivel (*intestazione fiduciaria*).

En el caso concreto del ordenamiento jurídico español, Lener hace referencia al «sistema de fungibilidad» del RD 1.128/1974, de 25 de abril, situándolo en el tercero de los niveles de su clasificación (*dematerializzazione della sola circolazione*). Hemos de señalar que, un año antes de que este autor publicara la obra que estamos citando, el «sistema de

Por todos estos motivos, parece evidente que la sustitución del TALISMAN por un modelo más evolucionado comience a ser una cuestión acuciante para los responsables del mercado de valores británico.

Qué hubiese sido TAURUS

Fue a principios de la década de los ochenta cuando la Bolsa de Londres constituyó un comité que debía estudiar la forma de introducir en el mercado un sistema electrónico de anotaciones en cuenta para la transmisión de valores. En octubre de 1986 se produjo el *Big Bang*, que trajo consigo un extraordinario crecimiento en el volumen de contratación. Esto motivó que el Banco de Inglaterra se sintiese en la obligación de exigir urgentes mejoras en el sistema de liquidación de las operaciones sobre valores. 1988 constituyó otra fecha clave en la cronología del itinerario del TAURUS: en aquel año se decidió abandonar el proyecto de una «central de datos», que habría llevado los registros de todos los accionistas del mercado británico y que, de haber prosperado, habría simplificado gran parte de las dificultades técnicas que motivaron el fracaso de TAURUS.

TAURUS era un proyecto de desmaterialización de los valores. Habría eliminado la necesidad de representación documental —por medio de «papel»— para los valores de todas aquellas sociedades que hubiesen querido adherirse al sistema —era un sistema «facultativo», no un sistema «obligatorio», como la SICOVAM francesa— y la habría sustituido por la anotación de los valores en un registro informatizado. En una primera fase, su *ámbito objetivo* habría cubierto tan sólo a valores de sociedades británicas. Una de las apuestas más fuertes de este proyecto era que, dentro de su *ámbito subjetivo*, se vieran incluidos no sólo los inversores institucionales, sino también los inversores privados, o «al por menor». Uno de los principales propósitos de TAURUS era acelerar la *liquidación* de las operaciones en Bolsa. El sistema de cuenta bisemanal habría sido sustituido por un sistema de liquidación continua —de forma que las operaciones se liquidasen en un número de días fijo, a contar desde la fecha en que tuviese lugar el acuerdo de transmisión, apuntando, en este sentido, hacia el D+3—. También se aseguraría la denominada «DVP» (*delivery versus payment* o entrega contra pago).

La estructura o *instrumentación técnica* que habría permitido la implantación de TAURUS era altamente complicada. Suponía la creación de una red de bases de

fungibilidad» había sido superado por el régimen establecido en los arts. 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores 24/1988, de 28 de julio —en cuya Disp. tr. 10.³ se hace mención expresa al modo de sustitución procesual de aquel sistema—. Posteriormente, el régimen de la Ley 24/1988 ha sido desarrollado por el RD 116/1992, de 14 de febrero, que no altera las líneas principales del sistema, sino que, simplemente, las trata con más detalle. De acuerdo con esta normativa, el modelo español debería ser incluido en la segunda categoría (*dematerializzazione totale facoltativa*).

Por su parte, GUALANDI (en *Il Monte Titoli. Le operazioni*, Milán 1983, p. 12, en nota) califica el TALISMAN como un sistema todavía lejano de los sistemas de depósito centralizado (es decir, del tercero de los niveles de la gradación de Lener, la *dematerializzazione della sola circolazione*), aunque considera que cuenta, al menos de forma embrionaria, con

datos, actualizadas por *brokers*, inversores, depositarios, banqueros, etc., teniendo como nudo central a la Bolsa y permitiendo no sólo la transmisión de valores entre los distintos integrantes de la red, sino que además pudiese conocerse en todo momento la situación de las acciones de cualquier sociedad.

Motivos de fracaso

Los problemas técnicos que se desprendían de la complejidad del sistema fueron la causa de que el proyecto TAURUS fuese abandonado por la Bolsa de Londres. El resultado obtenido tras haber probado el sistema fue que de las 154 tareas que debía realizar, sólo 50 habían funcionado de modo satisfactorio. La rectificación del sistema suponía tres años más de espera y una inversión económica equivalente a la ya realizada hasta la fecha —300 millones de libras—.

Es en este punto cuando se entiende en qué medida habría ayudado al proyecto TAURUS que en 1988 no se hubiese abandonado el proyecto de constitución de una central de datos en el mercado británico. Igualmente resultó inoportuno haber incluido dentro de TAURUS a los inversores «al por menor», ya que esto complicó enormemente el sistema desde el punto de vista técnico —la inconveniencia de esta decisión, que en su momento había sido calificada de «política», se hacía ahora patente, pues los primeros perjudicados por un fracaso de TAURUS serán precisamente los pequeños inversores, que no se verán beneficiados por el efecto financiero descendente que habría traído consigo la implantación del sistema y el consiguiente abaratamiento del coste de la contratación—. ⁴

El fracaso del proyecto TAURUS no se debe a problemas de orden legal. Ciertamente, hubo un primer momento en el que el Ministerio de Comercio e Industria se retrasó todo un año en hacer las rectificaciones necesarias en la ley de sociedades para poder amparar la transmisión de valores por procedimientos informáticos. Pero, al fin, el sistema contaba con la oportuna instrumentación jurídica y se había otorgado a la Bolsa poder para la elaboración de las ulteriores normas de desarrollo. En el momento en que el proyecto fue cancelado tan sólo quedaban por ultimar normas de detalle.

Alternativas

Todavía no se conoce la respuesta del grupo de trabajo que nombró el Banco de Inglaterra para buscar una solución alternativa. Las soluciones pueden alcanzarse por dos vías: o diseñar un sistema nuevo o adaptar al mercado británico un modelo ya existente en otra bolsa. Pero, sea de una u otra forma, parece que hay algunos aspectos que ya están claros desde el principio. El nuevo modelo deberá limitarse, al menos inicialmente, a los *inversores institucionales* —admitiendo que, aunque sería deseable su inclusión, los pequeños inversores privados deberán quedar fuera del sistema—. Por otro lado, la desmaterialización total de los valores, con la con-

los elementos propios de éstos.

⁴ V. «El 'Taurus' abandonado tras un largo recorrido», en *Bolsa de Madrid*, n.º 9, mar-

siguiente eliminación de los títulos del «papel» —, parece que deberá esperar como un objetivo a más largo plazo. Mientras tanto, cualquier otra forma de agilización de la liquidación deberá alcanzarse por medio de la *inmovilización* de los valores —es decir, tan sólo desmaterialización por lo que se refiere al ejercicio de los derechos, pero no desmaterialización en la constitución de los valores—. La inmovilización podría lograrse por medio de un sistema de depósito centralizado⁵ —siendo la SEPON Ltd. un claro candidato para ocupar la posición de entidad depositaria—. ⁶ También parece recomendable que el nuevo modelo se configure como un sistema de liquidación continuada. Con todo ello, el período de liquidación seguiría situándose en D+10 y habría que esperar a ver cómo evolucionase el nuevo sistema para obtener los resultados que, desde hace ya tanto tiempo, busca la Bolsa de Londres.

Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas

12. Incumplimiento de la armonización de la Directiva 87/102 CEE sobre crédito al consumo por parte del Gobierno español

En el DOCE del 25-5-93 se publicaba a la Comisión de la CEE una pregunta acerca del incumplimiento por parte del Gobierno español de la armonización de la Directiva 87/102 CEE de crédito al consumo y las posibles repercusiones negativas que hayan podido producirse en los consumidores.

La respuesta en nombre de la Comisión la realizó el Sr. Delors, quien manifestó que debido a dicho incumplimiento la Comisión ha incoado un procedimiento de infracción que se encuentra en fase de dictamen. Y por lo que respecta a la segunda parte de la pregunta, los consumidores que se hayan visto perjudicados por su no armonización, siguiendo el criterio jurisprudencial emanado del Tribunal de Justicia, podrán exigir responsabilidad a la Administración española, ya que de forma global no puede valorarse el perjuicio producido.

En el n.º 27 de esta Revista (p. 503 y ss) ya hice un análisis del contenido de dicha Directiva, comparando la adaptación que se hizo en las primeras normas de protección del cliente español en los contratos de crédito, especialmente la Orden del 3 de marzo de 1987 y la Circular 15/1987 del Banco de España, ambas derogadas y perfeccionadas por posteriores órdenes y circulares.

En la actualidad las diferencias fundamentales entre el contenido de la Directiva y la legislación vigente se puede centrar en tres apartados:

1. Mayor amplitud en el concepto de operación de crédito de consumo, ya que la Directiva engloba operaciones que la legislación española, a pesar de las modificaciones efectuadas, no comprende.

zo 1993, p. 43.

⁵ Es decir, apuntar hacia el modelo que, según GUALANDI (*op. cit.*, p. 12, en nota), ya se encuentra contenido embrionariamente en el TALISMAN.

⁶ V. P. D. HILL, «The demise of TAURUS», en *Palmer's in company*, issue 5/93, mayo