

**LAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y  
AUDITORÍA COMO INDICADORES DE LA EFICIENCIA DEL  
MERCADO DE VALORES ESPAÑOL**

*Elena Cabal García*

# **LAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y AUDITORÍA COMO INDICADORES DE LA EFICIENCIA DEL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL**

## **Índice**

1. INTRODUCCIÓN: LA EFICIENCIA DEL MERCADO Y SU INCIDENCIA EN LA DISCIPLINA CONTABLE
2. REQUISITOS INFORMATIVOS Y FUENTES DE INFORMACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES
  - 2.1 REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN LA UNIÓN EUROPEA (UE)
    - 2.1.1 *CONDICIONES INICIALES*
    - 2.1.2 *CONDICIONES SUCESIVAS*
  - 2.2 REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL
    - 2.2.1 *CONDICIONES INICIALES*
    - 2.2.2 *CONDICIONES SUBSIGUIENTES*
    - 2.2.3 *REVELACIÓN VOLUNTARIA*
3. RÉGIMEN LEGAL DE LA AUDITORÍA DE CUENTAS EN EL MERCADO DE VALORES
  - 3.1 AUDITORÍA DE LOS MIEMBROS DE LAS BOLSAS
  - 3.2 AUDITORÍA DE LA INFORMACIÓN PÚBLICA DE LAS ENTIDADES EMISORAS
  - 3.3 REQUERIMIENTOS ADICIONALES DE AUDITORÍA: LOS INFORMES ESPECIALES
4. CONCLUSIONES
5. LEGISLACIÓN Y REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

## **1. INTRODUCCIÓN: LA EFICIENCIA DEL MERCADO Y SU INCIDENCIA EN LA DISCIPLINA CONTABLE**

Los mercados financieros, y en particular el mercado bursátil, son ágiles mecanismos de transferencia de fondos entre las unidades económicas excedentarias y deficitarias de recursos. Su importancia en la economía es fundamental, pues canaliza el ahorro hacia la inversión al ser un sistema adecuado para la correcta fijación de los precios de los valores en él negociados.

Cualquier modificación en el precio de los títulos ocasiona variaciones en la riqueza de los inversores, que probablemente alteren su modelo de consumo-inversión, a la vez que afecta al coste de capital de las empresas y, por tanto, a las inversiones que pueden acometer. De este modo, las variaciones agregadas de los precios pueden repercutir en la asignación de recursos y la formación de capital en la economía, lo que confirma la importancia de un funcionamiento eficiente del mercado en cuanto a la formación de precios se refiere (Giner, 1988, p. 382).

La teoría del mercado eficiente pretende explicar cómo se comportan los precios en los mercados financieros en función del grado de información disponible. Así, se define la eficiencia en el mercado como aquella situación en la que los precios reflejan toda la información disponible, cumpliéndose tres condiciones<sup>1</sup>: el reflejo se produce en “todo momento”, de manera “insesgada”, y de forma “completa”.

En coherencia con la definición anterior, se puede afirmar que un funcionamiento eficiente del mercado requiere que éste utilice toda la información disponible para la formación de los precios y además, que la utilice correctamente, derivándose del mismo a su vez dos consecuencias (Giner y Mora, 1995, p. 86):

- (a) Es imposible que ningún inversor obtenga rendimientos anormales utilizando esa información; y
- (b) los precios sólo varían si los datos divulgados poseen contenido informativo, esto es, si son capaces de incidir en las expectativas de rentabilidad y riesgo de los inversores.

---

<sup>1</sup> Un análisis crítico sobre el grado de cumplimiento de estas condiciones ideales puede verse en Monterrey y Sánchez (1994, pp. 765-769).

Si conforme a lo anterior la eficiencia es la respuesta de los precios a la información, se pueden distinguir tres niveles correlativos de eficiencia atendiendo al grado de cumplimiento de las condiciones anteriormente enunciadas (Fama, 1970, pp. 383-417):

1. *Débil*, si los precios de los títulos únicamente reflejan la información relativa a su valor histórico.
2. *Semifuerte*, cuando las cotizaciones registran no sólo el comportamiento pasado sino también cualquier otra información pública, entre la que se encuentran los estados financieros preparados por las entidades emisoras.
3. *Fuerte*, si los precios de los valores reflejan “toda” la información, incluso la privada o confidencial.

Como afirman Monterrey y Sánchez (1994, p. 765), la eficiencia es la respuesta de los precios a la información, y esa respuesta es más perfecta cuanto más perfecto sea el mercado. Lo contrario también se cumple, pues cuanto más ágil y barata sea la información que reciben los partícipes del mercado, más rápida será la actuación de los mismos; en definitiva, la eficiencia establece una simbiosis total entre información y precios de mercado.

La trascendencia de estos planteamientos teóricos motivó el interés de los investigadores por contrastar empíricamente la eficiencia del mercado estudiando si realmente se producían respuestas rápidas y significativas en los precios ante la emisión de información financiera considerada a priori como relevante. Como el propio Fama sostiene (1991, p. 1.607), la evidencia empírica obtenida a partir de estudios de eventos relativos a información financiera específica de las firmas, como anuncios de dividendos, cambios en la estructura de capital o tomas de control, demuestra que los precios se ajustan rápida y significativamente a esa información que, por ser públicamente disponible, corrobora una eficiencia semifuerte en el mercado<sup>2</sup>.

La asunción de la eficiencia semifuerte del mercado de valores español ha convertido esta hipótesis en el soporte teórico de buena parte de la investigación empírica

---

<sup>2</sup> En el caso español existen trabajos como los de González (1995) y Ruiz y Espitia (1996) sobre anuncios de dividendos, o el de González (1997) sobre emisiones de obligaciones y concesiones de financiación bancaria, que también confirman que nuestro mercado de valores es eficiente a ese nivel al comprobar la existencia de variaciones relevantes en el precio de las acciones de las empresas afectadas en torno a la fecha de los respectivos anuncios.

contable, ya que es capaz de avalar la relación entre la información contable y las variables bursátiles por ser la contabilidad una fuente de información esencial y de carácter público. Concretamente, la eficiencia del mercado tiene dos claras implicaciones para nuestra disciplina:

- (a) Sirve de argumento a la regulación contable; y
- (b) permite evaluar la utilidad de la información contable en los procesos de decisiones de inversión.

Con respecto a las repercusiones que la eficiencia puede tener sobre la normalización contable cabe destacar dos posiciones contrarias. De un lado, al asumir el destacable papel de la información en el mecanismo de formación de precios, lo mejor sería disponer de la mayor cantidad posible, de modo que una regulación básica que no retrase, por su complejidad o nivel de exigencia, el suministro de información al mercado parece ser lo más adecuado. Claramente estaría dándose primacía al requisito de oportunidad y dejando totalmente a un lado otras cualidades deseables de la información, tales como la uniformidad e incluso la fiabilidad.

Por otra parte, la efectividad de la ausencia de regulación en detalle se ve neutralizada esencialmente por dos factores:

1. La *Asimetría Informativa* existente entre los oferentes de información y los demandantes de la misma, que hace que en ausencia de normativa explícita los directivos caigan en la tentación de enmascarar información en su propio interés e incluso de omitir datos cuya divulgación les acarrearía consecuencias desfavorables<sup>3</sup>.
2. La *Asimetría Formativa* entre los diferentes partícipes del mercado, que conduciría a que sólo inversores técnicamente cualificados fuesen capaces de procesar una información elaborada arbitrariamente, tanto en forma como en contenido, por la dirección.

La conjunción de ambos factores va en detrimento de la rapidez del ajuste en precios, pudiendo suscitar la desconfianza de los inversores y, en definitiva, ir en contra

---

<sup>3</sup> En ausencia de normalización, estas asimetrías podrían producirse incluso en la distribución de la información contable entre los distintos usuarios; en opinión de Lev (1988), el objetivo de los organismos reguladores sería reducir dichas asimetrías para lograr la igualdad de oportunidades entre todos los inversores, ya que de no ser así se producirían consecuencias desfavorables para el buen funcionamiento del mercado.

del funcionamiento eficiente del mercado. Suscribiendo la afirmación de Giner (1988, p. 385):

*“La teoría de la eficiencia del mercado reduce la discusión de la conveniencia de la regulación contable a una cuestión de costes-beneficios. Aunque la evidencia empírica sugiere que el mercado es capaz de distinguir entre empresas eficientes y no eficientes, la obligatoriedad de la revelación de información puede facilitar esta labor y mejorar la asignación de recursos”.*

Con respecto a la segunda implicación de la eficiencia sobre la contabilidad, ésta se debe al hecho de considerar la misma como un sistema de información, lo que convierte a la utilidad en su razón de ser enmarcándola dentro del *Paradigma Utilitarista* que orienta el contenido de los estados financieros a las necesidades del usuario (Tua, 1991, p. 59).

Dentro de los enfoques que tienen cabida en el Paradigma de Utilidad destaca, por la profusión de trabajos empíricos que lo han tomado como base, el enfoque del comportamiento agregado del mercado, que asume la eficiencia semifuerte del mismo y pretende evaluar si la información contable es relevante comprobando si realmente contribuye a la formación de los precios de mercado al producirse reacciones significativas en los mismos en torno a la fecha de su divulgación.

En un principio las posibilidades que ofrecía este enfoque fueron sobrestimadas, pues se consideró que con él se podría argumentar la utilidad de la información contable en tres aspectos (Tua, 1991, p. 146):

- Contribución de los estados financieros a la toma de decisiones de inversión.
- Contenido informativo o participación de los datos contables en la formación de precios bursátiles.
- Mecanismo que permite jerarquizar distintas alternativas contables.

No obstante, los logros del enfoque no alcanzaron a satisfacer las expectativas en él depositadas pues, si bien se demostró su validez para la confirmación del contenido informativo, no está tan clara su utilidad a la hora de decidir entre alternativas contables. Adicionalmente, se le pueden atribuir dos limitaciones esenciales:

- Se utilizan los mismos métodos para demostrar la eficiencia del mercado y el contenido informativo de los datos contables, de modo que con la investigación se contrastan conjuntamente las dos hipótesis, eficiencia del mercado y utilidad de la información contable (Giner y Mora, 1995, p. 112), con la consecuente circularidad del planteamiento (Tua, 1991, p. 359). Además, la hipótesis de eficiencia parte de

unas bases teóricas o ideales que no suelen existir en la realidad, pudiendo darse la paradoja de que al evaluar la utilidad se pongan de manifiesto anomalías -retrasos o ausencias de reacción- en el funcionamiento de un mercado que se había presumido eficiente.

- Circunscribe la utilidad de la información contable a un ámbito concreto, el del mercado de valores; de ahí que sus resultados hayan de ser interpretados con cautela, habida cuenta que la ausencia de reacción “inmediata” en el mercado no es óbice para la falta de utilidad en otros ámbitos o en distintos momentos del tiempo.

Reconocida la influencia de la eficiencia del mercado sobre nuestra disciplina, tanto desde un punto de vista teórico al servir de argumento a la regulación contable, como desde una perspectiva pragmática al constituir el mercado de valores una parcela esencial en la investigación empírica contable, se decidió comprobar en qué medida la hipótesis de eficiencia resulta admisible en el mercado de valores español.

Un funcionamiento eficiente del mercado requiere una transparencia informativa en el mismo capaz de mantener la confianza de sus partícipes al convertirse la cotización en un fiel reflejo de la información relevante, fiable y públicamente accesible para todos los inversores. De hecho, cuanto mayores son las exigencias informativas de las Bolsas, tanto en términos de cantidad como de calidad, mayor es su grado de eficiencia (Foster, 1986, pp. 301-302). Pues bien, dado que al funcionamiento eficiente del mercado contribuyen tanto la cantidad como la calidad de la información que las entidades han de suministrar al mismo, ambas dimensiones merecieron nuestra atención, la primera examinando los requerimientos informativos a los que se ven sometidas dichas entidades y la segunda a través del estudio del régimen legal de la auditoría de cuentas en el mercado de valores, aspectos que son analizados profundamente en los siguientes epígrafes del trabajo.

## **2. REQUISITOS INFORMATIVOS Y FUENTES DE INFORMACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES**

De acuerdo con las premisas anteriores, el objetivo de este apartado no es otro que analizar las medidas reguladoras de la información financiera a presentar en el mercado de valores, estudio que se efectuará tanto a nivel supranacional, haciendo un recorrido por las

directivas comunitarias, como nacional, con el fin de posicionar comparativamente el nivel de exigencia de nuestro país.

## 2.1 REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN LA UNIÓN EUROPEA (UE)

En el marco de la UE, la reglamentación de la información que las entidades han de suministrar a las Bolsas tiene por objeto proteger los intereses de los inversores, tanto actuales como potenciales, y se concreta en exigencias previas a la admisión a cotización, mediante la publicación del denominado folleto de emisión, que se complementan con requerimientos de información periódica una vez que los valores mobiliarios hayan adquirido la condición de cotizados.

Las directivas comunitarias que afectan a la información financiera a presentar en el mercado de valores se recogen en el cuadro 1.

CUADRO.1: *Directivas sobre Bolsa en materia de información financiera*

<b>2</b>	<i>Directiva 79/279/CEE, dirigida a coordinar las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en Bolsas de valores.</i>
<b>2</b>	<i>Directiva 80/390/CEE, relativa a la coordinación de las condiciones de preparación, control y difusión del folleto a publicar para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en Bolsa.</i>
<b>2</b>	<i>Directiva 82/121/CEE, relativa a información periódica a publicar por las sociedades cuyas acciones estén admitidas a cotización oficial en Bolsa.</i>
<b>2</b>	<i>Directiva 148/1982, por la que se modifica la Directiva 79/279/CEE sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una Bolsa de valores y la Directiva 80/390/CEE sobre coordinación de las condiciones de establecimiento, control y difusión del folleto que debe publicarse para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una Bolsa de valores.</i>
<b>2</b>	<i>Directiva 345/1987, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE sobre la coordinación de las condiciones de establecimiento, control y difusión del folleto que debe publicarse para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una Bolsa de valores.</i>
<b>2</b>	<i>Directiva 18/1994, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE sobre la coordinación de las condiciones de establecimiento, control y difusión del folleto que debe publicarse para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una Bolsa de valores, en lo que se refiere a la publicación de dicho folleto.</i>

Fuente: Elaboración propia.

Como seguidamente se podrá apreciar, el núcleo esencial de esta regulación lo conforman las tres primeras directivas, pues sus sucesivas modificaciones obedecen a cuestiones puntuales que pretenden facilitar la integración de los mercados de valores nacionales, actuando de este modo como un complemento de las primeras. Las exigencias informativas se imponen tanto a entidades que pretenden que sus valores sean admitidos a cotización, como a títulos ya cotizados, pudiendo clasificarse en las dos categorías a las

que anteriormente se hizo mención, esto es:

1. Condiciones iniciales o de acceso a cotización.
2. Condiciones sucesivas para valores ya cotizados.

### **2.1.1 Condiciones iniciales**

Las condiciones iniciales o de acceso a cotización se regulan en las Directivas 79/279/CEE y 80/390/CEE, cuya finalidad es lograr una mayor interpenetración de los mercados nacionales que permita hacer realidad el sueño de un mercado de valores europeo mediante la homogeneización de la información que se pone a disposición de los inversores cuando una entidad solicita que sus títulos sean admitidos a cotización en las Bolsas de valores de los Estados miembros.

En concreto, la Directiva 79/279/CEE pretende proteger los intereses de los inversores imponiendo a las entidades solicitantes la obligación de facilitar al público información relativa a su situación financiera y a las características de los valores que pretenden emitir; no obstante, esta primera Directiva tan sólo establece una serie de condiciones genéricas que posteriormente detalla y desarrolla la Directiva 80/390/CEE al disponer un contenido mínimo obligatorio que, bajo la denominación de *folleto*, suministra a los inversores la información que necesitan para formarse un juicio sobre la situación patrimonial, financiera, resultados y perspectivas futuras del emisor y de los derechos vinculados a los títulos.

En términos generales, el contenido del folleto se puede resumir en los siguientes apartados:

- (a) Información general sobre los responsables del folleto y los censores legales de la sociedad -actualmente auditores-, el emisor y su actividad, y la administración, dirección y vigilancia en la entidad.
- (b) Información relativa a los valores.
- (c) Información financiera, tanto histórica, pues incluye los estados financieros de los tres últimos ejercicios cerrados, los informes correspondientes de los censores legales, participaciones en otras empresas e información consolidada, como relativa a la evolución reciente y perspectivas del emisor, entre otra, progresión de las ventas, producción, cartera de pedidos y costes y precios de venta.

Por último, cabe reseñar que los costes asociados a la publicación de un prospecto informativo de tal magnitud se revelan innecesarios en el caso de entidades cuyo prestigio y reputación sean lo suficientemente conocidos por otras vías, y además van en detrimento de la rápida interpenetración de los mercados de valores, razón por la cual, tanto la presente Directiva como la 94/18/CE, establecen una serie de supuestos en los que se admite la exención de la publicación total o parcial del folleto. Asimismo, la Directiva 79/279/CEE ha sido modificada por la 87/345/CEE que simplifica los procedimientos de admisión a cotización simultánea en varios Estados miembros detallando a quién corresponde en ese caso la redacción y aprobación del folleto.

### ***2.1.2 Condiciones sucesivas***

Si los inversores necesitan disponer de información homogénea respecto a valores que solicitan ser admitidos a cotización, mayores serán sus exigencias respecto a títulos ya cotizados sobre los cuales ya han materializado o planean materializar sus decisiones de inversión.

La regulación de esta información que periódicamente han de suministrar las entidades ya cotizadas se incluye en la propia Directiva 79/279/CEE, donde se establecen requerimientos informativos que afectan a tres aspectos de las entidades emisoras:

- A su comportamiento ético, imponiendo un tratamiento equivalente para los titulares de valores que se encuentran en idénticas condiciones.
- A su régimen jurídico, debiendo comunicar cualquier modificación de las condiciones legales a las que se ve sometida la entidad emisora.
- Y, cómo no, a su situación financiera, con la exigencia de que toda entidad cotizada, independientemente de su forma jurídica, haga públicas sus cuentas anuales e informe de gestión<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> De este modo se complementa el contenido de la Cuarta Directiva (78/660/CEE) que tan sólo exige la formulación de tales documentos a las sociedades de capital. Por otra parte, es conveniente destacar la tendencia armonizadora que desde hace unos años ha iniciado la Comisión Europea y que en una reciente propuesta insta al Parlamento y Consejo europeos a que aprueben con urgencia un programa de actuación que se ha estructurado en dos etapas (Comisión Europea, 2000):

- Antes de que finalice el 2000 la Comisión propondrá que a partir del 2005 las sociedades de la UE que coticen en Bolsa presenten sus cuentas consolidadas de conformidad con las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), pudiendo los Estados miembros extender la aplicación de tales normas a entidades no cotizadas y a estados individuales.
- Antes de que finalice el 2001 la Comisión propondrá una modificación de las Directivas contables para actualizarlas y eliminar las posibles divergencias con las NIC.

Se incluye asimismo un apartado específico sobre información adicional en el que se exige poner en conocimiento del público cualquier hecho importante que pueda afectar a la cotización de los títulos.

Con posterioridad, la Directiva 82/121/CEE complementó estas exigidas exigencias de información financiera añadiendo la obligatoriedad de que las entidades emisoras suministren, al menos, un informe de la actividad desarrollada en los seis primeros meses de cada ejercicio, con el fin de que los inversores mejoren su apreciación sobre la situación financiera y de los negocios de estas sociedades.

En concreto, la información semestral incluye una parte numérica, presentada en forma de cuadro, que indica, como mínimo, el importe neto de la cifra de negocios y el resultado de la entidad, tanto para el semestre considerado como para el equivalente del ejercicio anterior, y también un comentario de toda la información significativa sobre la evolución de la actividad y los negocios, pormenorizando los factores que han incidido en la misma, así como una indicación, si es posible, de la evolución previsible de la entidad en el ejercicio en curso.

Tanto en el caso de las condiciones iniciales como de las sucesivas, las propias Directivas establecen la competencia de cada Estado miembro para designar a las autoridades encargadas de velar por el cumplimiento de su contenido. De cualquier forma, se trata de información pública cuya divulgación tendrá lugar mediante publicación en prensa de difusión nacional, en los lugares previamente anunciados en uno o varios periódicos de las mismas características o por otros medios equivalentes previstos por las autoridades competentes.

## **2.2 REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL**

A nivel nacional, las principales disposiciones que regulan la información financiera a comunicar por las entidades emisoras con anterioridad y posterioridad a la admisión a negociación en Bolsa de sus valores se plasman en el cuadro 2.

**CUADRO 2: Regulación nacional sobre información financiera en el mercado de valores**

<b>2</b>	Ley 24/88, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
<b>2</b>	Ley 37/98, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/88, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
<b>2</b>	Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
<b>2</b>	Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, de emisiones y ofertas públicas de venta de valores.
<b>2</b>	Orden de 18 de enero de 1991, sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de valores.
<b>2</b>	Orden de 30 de septiembre de 1992, por la que se modifica la de 18 de enero de 1991 sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsa.
<b>2</b>	Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, de emisiones y ofertas públicas de venta de valores.
<b>2</b>	Orden de 23 de abril de 1998, por la que se modifica la Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 29/1992, de 27 de marzo, de emisiones y ofertas públicas de venta de valores.
<b>2</b>	Circular 3/1994, de 8 de junio, de la CNMV, por la que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de valores.
<b>2</b>	Carta Circular 14/1998, de la CNMV, dirigida a los Presidentes de todas las Sociedades Cotizadas en Bolsa, de las Sociedades Rectoras de Bolsas y de todas las Entidades de Valores sobre Hechos relevantes y su comunicación a la CNMV y al mercado.

*Fuente:* Elaboración propia.

Así, en la Ley del Mercado de Valores (LMV) tan sólo se determina qué información es susceptible de comunicación, delegando el desarrollo de su contenido en el Ministerio de Economía y Hacienda a través de sus Ordenes Ministeriales; a su vez, y siempre que sea necesario, el Ministerio faculta a la CNMV a emitir Circulares que modifiquen o amplíen las demandas informativas. Por último, la CNMV a través de las Cartas Circulares precisa la interpretación de las normas vigentes en las materias que estima oportuno y da a conocer los criterios que rigen la actuación de la Comisión sobre una cuestión determinada, como forma de incrementar la seguridad jurídica y dar recomendaciones de actuación a los operadores en el mercado.

Al igual que en el apartado anterior, las exigencias informativas se presentan separadamente según se trate de condiciones iniciales o sucesivas.

### **2.2.1 Condiciones iniciales**

Los requisitos a cumplir respecto al folleto de emisión se registran inicialmente en el artículo 28 de la LMV, el cual únicamente hace referencia expresa a que el folleto reproduzca íntegramente:

- (a) Las conclusiones de las auditorías de cuentas cuyo alcance se hubiera determinado reglamentariamente.

- (b) Los términos de los documentos que acrediten las características de los valores afectados y los derechos y obligaciones de sus tenedores; y
- (c) el procedimiento de colocación de los valores.

El resto del contenido del folleto se determinará reglamentariamente<sup>5</sup> teniendo en cuenta las particularidades de la entidad emisora, la cuantía de la emisión y otras características de los valores.

### ***2.2.2 Condiciones subsiguientes***

La información que periódicamente han de hacer pública las entidades cuyos títulos ya han sido admitidos a negociación se enumera en los artículos 35 y 82 de la LMV. Así, en el primero de ellos, a la exigencia de presentar estados financieros anuales debidamente auditados se añade la de hacer públicos un avance trimestral de los resultados y otras informaciones relevantes, y con carácter semestral estados financieros con un detalle similar al requerido para sus estados anuales. Este tipo de información es especialmente significativo en el ámbito del mercado de valores, donde las decisiones se toman en tiempo real y la información se descuenta rápidamente, con lo que el requisito de oportunidad que el Plan General Contable prevé para las cuentas anuales se ve notablemente acentuado<sup>6</sup>; dicha información debe ser remitida por las entidades a la CNMV y a las Sociedades Rectoras de las Bolsas en las que se negocien sus valores.

El desarrollo del contenido de esta información periódica correspondió al Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Orden 18/1991, posteriormente modificada por la Orden 30/1992 y la Circular 3/1994 de la CNMV.

Con respecto a la información semestral, la Orden 18/1991 sostiene que se refiere al periodo comprendido entre el inicio del ejercicio y el último día de cada semestre natural y

---

<sup>5</sup> Concretamente se detalla en los Reales Decretos 1197/1991 y 291/1992, posteriormente desarrollado por la Orden 12/1993, corregida por la Orden 23/1998, donde se incorporan, a modo de anexos, los modelos de folletos informativos que se deben presentar ante la CNMV.

<sup>6</sup> Actualmente, sólo las empresas que cotizan en un mercado organizado tienen la obligación de hacer pública información contable de carácter intermedio. En este sentido, el inversor bursátil se sitúa en una posición privilegiada respecto a otras categorías de usuarios pues, evidentemente, este tipo de información es de interés para todos; posiblemente por esta razón, el IASC, emitió en 1998 la NIC 34 sobre información financiera intermedia, estableciendo su contenido mínimo así como las bases de reconocimiento y medida a considerar en su elaboración, sin embargo, no especificó qué empresas deben publicar estados intermedios por entender que es preferible su determinación por ley.

que deberá remitirse no más tarde de los días 1 de marzo y 1 de septiembre de cada año. Al tratarse de una información “acumulativa”, se impone la lógica condición de que la información del segundo semestre coincida con la de las cuentas anuales. El problema surge porque en la mayoría de los casos la información semestral correspondiente se habrá remitido con anterioridad a la formulación de los estados anuales y del informe de gestión, lo que atribuye a esta información intermedia un carácter provisional que puede dar lugar a divergencias respecto a las cuentas anuales definitivas. De ser ese el caso, la información semestral ya remitida deberá modificarse, mediante notificación a la CNMV y a las Sociedades Rectoras correspondientes, dentro de los diez días hábiles siguientes al de formulación de las cuentas anuales. Si posteriormente el informe de auditoría de las cuentas anuales añadiese nuevas divergencias respecto a la información semestral de referencia, ésta deberá modificarse nuevamente, adoptándose las mismas medidas que en el caso anterior, dentro de los diez días hábiles siguientes al de emisión del informe de auditoría.

Las precisiones de la Orden 18/1991 se completan en la Orden 30/1992 que dispone que en el caso de que el informe de auditoría de las cuentas anuales de un ejercicio resultase calificado, la información relativa al primer semestre del ejercicio siguiente deberá incorporar un informe especial de los auditores que verse sobre la evolución de las salvedades y, en su caso, sobre su efecto en dicha información intermedia.

Por su parte, la CNMV haciendo uso de la facultad que la propia Orden 18/1991 le otorgaba para modificar los modelos de información periódica, añade a la misma los siguientes aspectos:

- (a) Un apartado sobre bases de presentación y normas de valoración empleados en la elaboración de la información, tanto semestral como trimestral; en él se ha de comentar qué principios y normas contables obligatorios no fueron aplicados, así como los criterios que habiendo sido empleados en la formulación de las últimas cuentas anuales, no lo fueron en la elaboración de la información periódica<sup>7</sup>.
- (b) Se desglosa el detalle del balance y cuenta de pérdidas y ganancias semestrales. El balance presentado, salvando leves diferencias, equivale al modelo abreviado previsto en el Plan General Contable y, por su parte, el estado de resultados se

---

<sup>7</sup> En este sentido, el informe Olivencia (1997) recomienda que la información intermedia se elabore con idénticos criterios que las cuentas anuales, evitando que estas últimas desmientan el contenido de los estados intermedios con el grave perjuicio que ello conlleva para los inversores.

presenta en forma de lista, siguiendo el esquema que el propio Plan establece, con carácter voluntario, para la cuenta de pérdidas y ganancias analítica.

- (c) Incorpora un apartado específico para dar cumplimiento a la Orden 30/1992, añadiendo a la información del primer semestre el informe especial de auditoría.
- (d) Finalmente, exige la identificación de la persona que firma y asume la responsabilidad de la información pública periódica, con indicación expresa de los datos correspondientes a los poderes o facultades en virtud de los cuales ostenta la representación de la sociedad.

De acuerdo con las disposiciones anteriores, el contenido de la información semestral sigue un modelo general<sup>8</sup> que se estructura en los siguientes apartados recogidos en el cuadro 3.

**CUADRO 3: *Contenido de la información semestral***

<b>I. Datos identificativos del emisor</b>	Denominación y domicilio social e identificación y firma de las personas responsables de la información.
<b>II. Variación del grupo consolidado</b>	Indicación de las sociedades que se hubieran incorporado o excluido del proceso de consolidación en el último ejercicio cerrado.
<b>III. Bases de presentación y normas de valoración</b>	Excepciones y cambios en la aplicación de los principios y normas contables generalmente aceptados, acompañados de su justificación.
<b>IV. Balance de situación</b>	Individual y consolidado.
<b>V. Cuenta de pérdidas y ganancias</b>	Cuenta de pérdidas y ganancias analítica individual y consolidada.
<b>VI. Distribución por actividad del importe neto de la cifra de negocios</b>	Información, individual y consolidada, segregada por líneas de actividad, mercados geográficos e interior o exportación.
<b>VII. Número medio de personas empleadas en el periodo</b>	Datos individuales y consolidados con referencia al ejercicio anterior.
<b>VIII. Evolución de los negocios</b>	Evolución de la cifra de ingresos y costes anejos a la misma, composición y análisis de las operaciones causantes de resultados extraordinarios, explicaciones sobre la naturaleza y efectos de las partidas que hayan podido causar una variación significativa sobre la cifra de ingresos o sobre los resultados de la compañía en el semestre actual respecto de los comunicados en el trimestre anterior.
<b>IX. Dividendos distribuidos durante el periodo</b>	Clasificados por tipo de acciones e incluyendo información adicional sobre el reparto.
<b>X. Hechos significativos</b>	Listado de quince apartados, pero abierto, pues el último de ellos se refiere a "otros hechos significativos".
<b>XI. Anexo explicativo de los hechos significativos</b>	Detalle de los hechos significativos consignados en el apartado anterior.
<b>XII. Informe especial de los auditores</b>	Caso de incluirse este apartado, en el mismo se indicará que se adjunta como anexo a la información semestral el referido informe especial de los auditores, así como la reproducción de la información aportada por los administradores de la sociedad sobre la situación actualizada de las salvedades incluidas por el auditor en su informe de auditoría de las cuentas anuales del ejercicio anterior.

*Fuente:* Anexo de la Circular 3/1994 de la CNMV.

En cuanto a la información periódica trimestral, según la Orden 18/1991, se refiere al periodo comprendido entre el inicio del ejercicio y el último día del primer y tercer

<sup>8</sup> En la Circular 3/1994 se presentan también modelos para las entidades de crédito, sociedades de seguros y sociedades de cartera que, por sus particularidades, quedan fuera del propósito pretendido en este trabajo.

trimestres naturales, que deberá ser objeto de remisión no más tarde de los días 16 de mayo y 16 de noviembre de cada año; el contenido de esta información se consigna en el cuadro 4.

**CUADRO 4: *Contenido de la información trimestral***

<b>I. Datos identificativos del emisor</b>	Denominación, domicilio social e identificación y firma de las personas responsables de la información.
<b>II. Avance trimestral de resultados</b>	Información individual y consolidada con referencia al ejercicio anterior sobre los resultados antes y después de impuestos, el capital suscrito y el número medio de personas empleadas.
<b>III. Evolución de los negocios</b>	Información sobre la actividad desarrollada por la empresa y resultados obtenidos en el periodo, la situación financiera y patrimonial y otros datos de interés sobre la marcha general de la sociedad.
<b>IV. Bases de presentación y normas de Valoración</b>	Con idéntico detalle al requerido en la información semestral.
<b>V. Dividendos distribuidos durante el periodo</b>	
<b>VI. Hechos significativos</b>	
<b>VII. Anexo explicativo de los hechos significativos acaecidos en el periodo</b>	

*Fuente:* Anexo de la Circular 3/1994 de la CNMV.

Como claramente se desprende de la comparación de los cuadros 3 y 4, los requerimientos informativos son menos exigentes para periodos inferiores al semestre; de hecho, la información trimestral no puede considerarse, ni por su estructura ni por su contenido, dentro del concepto de estados financieros (Montesinos, 1992, pp. 233-255).

Finalmente, las demandas informativas se completan con las exigencias impuestas en el artículo 82 de la LMV, según el cual las entidades emisoras deben informar públicamente, y a la mayor brevedad posible, de cualquier hecho o decisión capaz de influir sensiblemente en la cotización de sus títulos. Ante la necesidad de concretar el contenido de este artículo, la CNMV emitió la Carta Circular 14/1998 en la que se detalla el momento y la forma en que han de difundirse y se incluye un listado de ejemplos de hechos relevantes. Tras comunicarse estos acontecimientos a la CNMV ésta procederá a su registro como hecho significativo por la vía más rápida y eficiente.

No tendría sentido finalizar este apartado sin hacer mención a los canales de difusión pública de la información que están obligadas a presentar las entidades admitidas a cotización. Hasta ahora únicamente se ha hecho referencia a sus obligaciones de remisión de información a la CNMV y a las Sociedades Rectoras de las Bolsas correspondientes, pues bien, son precisamente estos organismos quienes se encargan de poner esta información a disposición del público:

- La CNMV a través de sus registros oficiales a los que el público tendrá libre acceso<sup>9</sup>, tal y como así lo disponen las previsiones del artículo 92 de la LMV que la convierten en un órgano informativo esencial cumplidor de las funciones que con motivo de su creación le fueron encomendadas, consistentes en promover la difusión de cuanta información sea necesaria para lograr la transparencia de los mercados de valores, la adecuada formación de precios y la protección de los inversores.
- Por su parte, el RD 726/1989 atribuye a las Sociedades Rectoras idénticas funciones de recepción y difusión de información, con la obligación de tenerla a disposición del público tanto en los locales de las Bolsas correspondientes como incorporándola, a modo de anexo, en los Boletines de Cotización que deben publicar todos los días en los que se celebra sesión (artículos 14 y 15).

Tras analizar individualmente el caso de nuestro país, se puede apreciar con claridad que en España han sido superadas con creces las exigencias mínimas marcadas por las directivas comunitarias; en este sentido se pronuncian Laínez et al. (1996, pp. 35-56), quienes en un estudio empírico sobre la armonización internacional de la información exigida por las Bolsas de valores concluyen que el mercado bursátil español es uno de los más exigentes, tanto a nivel europeo, situándose junto al Reino Unido y Francia a la cabeza del resto de países de la UE, como a nivel mundial.

### ***2.2.3 Revelación voluntaria***

La regulación de la información financiera que obligatoriamente deben hacer pública las entidades que cotizan en Bolsa, constituye un nivel mínimo de exigencia que pretende situar en igualdad de condiciones tanto a esas entidades como a sus inversores actuales y potenciales. Ahora bien, una decisión razonada de los inversores requiere disponer de la mayor cantidad de información posible, pues ésta constituye el único medio que les permite analizar el riesgo al que se exponen.

Las empresas admitidas a cotización, conscientes de esa necesidad, a veces,

---

<sup>9</sup> Actualmente, la CNMV ha puesto a disposición del público la información recogida en sus Registros oficiales a través de Internet (<http://www.cnmv.es>).

incluyen en sus informes anuales datos que van más allá de las exigencias legales a las que se ven sometidas. Dado que tanto la elaboración como el contenido y difusión de esa información adicional quedan al arbitrio de la organización, recibe la denominación de revelación voluntaria.

Las razones que impulsan a las compañías a exceder los mínimos de información requeridos son ampliamente discutidos en los trabajos de García y Monterrey (1993, pp. 53-69; 1997, pp. 149-153), quienes finalmente convienen sintetizarlas en las tres siguientes:

- (a) Necesidad de obtener financiación externa.
- (b) Posibilidad de influir en la cotización de sus títulos ya sea elevándola, mediante la divulgación de buenas noticias, o atenuando su reducción al revelar malas noticias en el momento más adecuado; y
- (c) mejora de su imagen pública al dar a conocer sus políticas laborales, sociales o medioambientales.

En cualquier caso, los autores se esfuerzan en defender que tal excedente informativo no es algo espontáneo o accidental, sino que es producto de una decisión meditada y con claro efecto positivo para el ente informativo; igualmente afirman que la revelación voluntaria cobra especial sentido en los mercados de capitales, donde al reducir la incertidumbre sobre riesgos disminuye el coste de capital y se facilita la captación de recursos financieros.

Otro trabajo relacionado con el tema, aunque más específico, es el realizado por Moneva y Llena (1996, pp. 361-401) que se centra exclusivamente en la información social revelada voluntariamente en los informes anuales del ejercicio 1992 de una muestra de empresas que cotizan en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid. En este estudio resaltaron el importante nivel de la información de naturaleza social revelada, destacándose la supremacía de la información laboral y medioambiental respecto a la relativa a labores sociales; sin embargo, sostienen que no es de gran calidad y que se centra en destacar únicamente los aspectos positivos.

En suma, es preciso matizar que, ajenos a cualquier pretensión de cuestionar la valía de este tipo de información, su utilidad para los inversores se ha de entender

supeditada a una evaluación crítica de las verdaderas causas de su difusión, sin dejarse deslumbrar por la apariencia de sus resultados en los que, parece ser, pesa significativamente el optimismo del divulgador.

### 3. RÉGIMEN LEGAL DE LA AUDITORÍA DE CUENTAS EN EL MERCADO DE VALORES

Si el objetivo del apartado anterior era resaltar el relevante papel que la información contable desempeña como input informativo en el mercado de valores, lo que se pretende ahora es destacar que la auditoría de cuentas, como culminación del proceso general contable y de validación ante terceros de los resultados del mismo, también resulta de vital importancia en este ámbito concreto en el que los requisitos de transparencia y rigor informativo se ven notablemente acentuados en aras de la protección del inversor.

Para alcanzar el propósito pretendido, se ha efectuado un recorrido por la legislación del mercado de valores y su desarrollo normativo en busca de menciones a la labor del auditor. En España, el grueso de la regulación de la auditoría de cuentas se concentra en la Ley de Auditoría de Cuentas (LAC) y en el Reglamento que la desarrolla. Concretamente, la Disposición Adicional primera de la LAC enumera una serie de entidades que, a parte de lo que dispongan otras normas, deberán someterse a auditoría de cuentas; entre las mismas se encuentran precisamente las empresas que cotizan en Bolsa.

El marco normativo de la auditoría de cuentas y su concreta aplicación al mercado de valores se complementa con las siguientes disposiciones recogidas en el cuadro 5.

CUADRO 5: *Normativa que vincula la auditoría de cuentas al mercado de valores español*

<i>LEYES</i>	
<b>2</b>	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
<b>2</b>	Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
<i>REALES DECRETOS</i>	
<b>2</b>	RD 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de valores, Sociedad de Bolsa y Fianza colectiva.
<b>2</b>	RD 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de oferta pública de adquisición de valores.
<b>2</b>	RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

**CUADRO 5: Normativa que vincula la auditoría de cuentas al mercado de valores español (continuación)**

<b>ORDENES MINISTERIALES</b>	
<b>2</b>	Orden de 18 de enero de 1991, sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de valores.
<b>2</b>	Orden de 30 de septiembre de 1992, por la que se modifica la de 18 de enero de 1991 sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de valores.
<b>2</b>	Orden de 29 de diciembre de 1992, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las Sociedades y Agencias de Valores y sus grupos.
<b>2</b>	Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.
<b>2</b>	Orden de 23 de abril de 1998 por la que se modifica la Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.
<b>CIRCULARES DE LA CNMV</b>	
<b>2</b>	Circular 9/1989, de 20 de diciembre, de la CNMV, sobre auditorías de las Sociedades y Agencias de valores.
<b>2</b>	Circular 1/1990, de 31 de enero, de la CNMV, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, cuentas anuales de carácter público y auditoría de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de valores.
<b>2</b>	Circular 3/1990, de 23 de mayo, de la CNMV, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, modelos de estados complementarios, cuentas anuales de carácter público y auditoría de la Sociedad de Bolsas.
<b>2</b>	Circular 5/1990, de 28 de noviembre, sobre Agencias y Sociedades de valores.
<b>2</b>	Circular 3/1994, de 8 de junio, de la CNMV, por la que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en las Bolsas de valores.
<b>2</b>	Circular 1/1999, de 14 de enero, de la CNMV, sobre folletos e informes trimestrales de fondos de inversión.
<b>RESOLUCIONES DEL INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS (ICAC)</b>	
<b>2</b>	Resolución de 28 de julio de 1994, por la que se publica la Norma Técnica sobre el informe especial requerido por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 30 de septiembre de 1992.
<b>2</b>	Resolución de 1 de septiembre de 1994, por la que se publica la modificación del apartado 8.a) de la Norma Técnica de elaboración del informe especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.
<b>2</b>	Resolución de 1 de diciembre de 1994, por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del informe especial y complementario al de auditoría de las cuentas anuales de las Entidades de Seguro.
<b>2</b>	Resolución de 1 de diciembre de 1994, por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del informe especial y complementario al de auditoría de las cuentas anuales de las Entidades de Crédito.
<b>2</b>	Resolución de 5 de diciembre de 1995, por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del informe complementario al de auditoría de las cuentas anuales de las Cooperativas con sección de Crédito.
<b>2</b>	Resolución de 20 de julio de 1998, por la que se hace pública la Norma Técnica de elaboración del informe especial y complementario al de auditoría de las cuentas anuales de las Sociedades y Agencias de Valores.

*Fuente:* Elaboración propia.

En cada una de las disposiciones anteriores se hace mención a la intervención de los auditores de cuentas en alguna de las tres situaciones siguientes que serán objeto de atención en los epígrafes sucesivos:

- (a) Auditoría de los miembros de las Bolsas de valores.
- (b) Auditoría de la información pública periódica de las entidades emisoras de valores; y,
- (c) trabajos complementarios al de auditoría de cuentas anuales o informes especiales de auditoría.

### **3.1 AUDITORÍA DE LOS MIEMBROS DE LAS BOLSAS**

Con carácter general, el artículo 86 de la LMV exige a las Sociedades Rectoras, Sociedad de Bolsas y miembros de las Bolsas, que se sometan a auditoría de cuentas como

condición previa a la aprobación de sus estados financieros. Este requerimiento de la LMV se concreta en una serie de disposiciones específicas cuyo contenido ha sido objeto de síntesis en el cuadro 6.

CUADRO 6: *Requisitos del informe de auditoría de cuentas anuales de los miembros de las Bolsas de valores*

	Disposición de referencia	Contenido del informe	Remisión y publicidad	
			Órgano receptor	Canal de difusión
<b>Sociedades y Agencias de Valores</b>	Circular 9/1989	El que con carácter general se establezca en la legislación mercantil, LAC y disposiciones reglamentarias que las desarrollen.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ CNMV → Registros Oficiales</li> <li>▪ Sociedades Rectoras → SIB</li> </ul>	
<b>Sociedades Rectoras y Sociedad de Bolsa</b>	RD 726/1989 y Circulares 1/1990 y 3/1990		CNMV	Registros Oficiales

Fuente: Elaboración propia.

### 3.2 AUDITORÍA DE LA INFORMACIÓN PÚBLICA DE LAS ENTIDADES EMISORAS

En este apartado señalaremos la intervención del auditor de cuentas en tres supuestos concretos:

- (a) Entidades emisoras y emisiones de valores.
- (b) Ofertas públicas de venta de valores.
- (c) Ofertas públicas de adquisición de valores.

#### (a) Auditorías de las entidades emisoras y emisiones de valores

El título III de la LMV, relativo al mercado primario, establece en su artículo 26 que las emisiones de valores están sujetas al cumplimiento previo de varios requisitos, entre los que se incluye la existencia y registro de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor por un profesional inscrito en el ROAC en los términos previstos en los artículos 27 y 92, relativos al alcance y contenido de las auditorías y a su incorporación a los Registros oficiales de acceso público, respectivamente.

Por otro lado, idéntica obligación se impone a las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial, ya que el Título IV de la LMV, sobre mercados secundarios oficiales de valores, dispone en su artículo 35 que tales entidades deberán someter anualmente a auditoría de cuentas sus estados financieros, siendo igualmente de aplicación a dicha auditoría lo previsto en los artículos 27 y 92 de la

Ley.

En concreto, el artículo 27 indica que el alcance de la auditoría de cuentas en ningún caso será menor que el establecido en las normas reguladoras de la profesión, precisión que vuelve a matizarse en el artículo 30. Tanto el informe de auditoría como los estados financieros auditados y, en su caso, el informe de gestión, tendrán la consideración de información pública, facilitándose el acceso a la misma en el domicilio social de la entidad emisora, así como mediante los procedimientos previstos en el artículo 92, referente al registro oficial de los informes de auditoría a los que el público tendrá libre acceso; de hecho, la CNMV verificará que la auditoría exigida cumple los requisitos establecidos, procediendo en caso afirmativo a incorporarla al correspondiente registro oficial, y requiriendo en caso contrario su cumplimiento.

Sin perjuicio de lo anterior, el artículo 34 de la LMV faculta a la CNMV para proceder a la exclusión de la negociación de aquellos valores cuyo emisor no cumpla las obligaciones que le resultasen aplicables, en especial en materia de remisión y publicación de la información; por su parte, el artículo 99 dispone que el incumplimiento de estas entidades emisoras de valores admitidos a negociación de la obligación de someter sus cuentas anuales e informes de gestión individuales y consolidados a auditoría de cuentas tendrá la consideración de infracción muy grave.

El desarrollo de las condiciones de auditoría a las que se ven sometidas las emisiones de valores se contempla en el RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de valores, que dedica una atención especial al contenido de los informes de auditoría de los emisores de valores incluyendo una sección específica sobre los mismos (artículos 11 a 14). Así:

- En cuanto al número de ejercicios afectados, el artículo 11 establece que la entidad emisora deberá presentar a la CNMV los informes de auditoría de cuentas anuales correspondientes a los dos ejercicios anteriores a la fecha en que vaya a procederse al registro de la emisión.
- Asimismo prevé (artículo 13) que si las entidades tienen registrados en la CNMV informes de auditoría relativos a programas o emisiones de valores y éstos aún permanecen en circulación o en periodo de suscripción, deben seguir sometiendo sus cuentas anuales a auditoría y entregar copia de los correspondientes informes a

la CNMV, que los incorporará a sus registros oficiales.

- Se reconoce un papel activo a la CNMV respecto del trabajo realizado por los auditores (artículo 12), ya que, excepcionalmente, si detectase en los informes inobservancia de la legislación de auditoría de cuentas, podrá instar al ICAC para que, en el plazo de dos meses, realice el oportuno control técnico del informe de auditoría, quedando entre tanto en suspenso el trámite de registro de la emisión.
- Finalmente, respecto a la publicidad de los informes (artículo 14), estarán disponibles al público tanto en el domicilio social de la entidad emisora como en el registro oficial de la CNMV y en la sede de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de valores en las que los mismos están admitidos a negociación.

#### **(b) Ofertas públicas de venta de valores**

Según el artículo 61 de la LMV, tendrá la consideración de oferta pública de venta de valores el ofrecimiento al público, por cuenta propia o de terceros, de valores negociables que ya estén en circulación, siendo de aplicación todo lo previsto en el Título III de la Ley al que ya hicimos alusión en el apartado de las emisiones de valores.

Por su parte, el RD 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, en su sección quinta relativa al folleto informativo, incluye como uno de los puntos de su contenido ordinario la reproducción íntegra de los informes de auditoría y estados financieros que constituyen el anexo del folleto.

El referido RD fue posteriormente desarrollado por la Orden 12/1993, la cual incluye, a modo de anexos, las distintas modalidades de folletos informativos que se deben presentar a la CNMV con ocasión de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores, admisiones a negociación de los mismos y respecto de los distintos tipos de Instituciones de Inversión Colectiva.

Las previsiones sobre auditoría son comunes en los modelos de folletos previstos para valores de renta fija, valores de renta variable y sociedades y fondos de inversión mobiliaria. Así, en todos los casos se incluye un capítulo sobre las personas que asumen la responsabilidad del folleto y los organismos supervisores del mismo en el que se ha de detallar el nombre, domicilio y cualificación de los auditores que hayan verificado las cuentas anuales de los tres últimos ejercicios, indicándose, en su caso, que todos los

informes de auditoría a que se refiere el apartado anterior han sido favorables. Cuando alguno de esos informes contuviese una opinión calificada, se reproducirá íntegramente el informe o informes afectados, salvo que se trate del que debe presentarse como anexo del folleto en cuyo caso se hará una remisión al mismo.

Con respecto a los fondos de inversión y sociedades de inversión mobiliaria, como desarrollo de la Orden 12/1993, la Circular 1/1999 de la CNMV, sobre folletos e informes trimestrales de los fondos de inversión, indica que sus folletos deberán ser actualizados anualmente, una vez que se disponga del informe de auditoría de cuentas del ejercicio anterior, debiendo presentarse dicha actualización a la CNMV dentro del mes siguiente a la aprobación de las cuentas anuales y en todo caso antes del 31 de julio de cada año.

### **(c) Ofertas públicas de adquisición de valores**

El capítulo V del título IV de la LMV está dedicado a las ofertas públicas de adquisición de valores y en él se prescribe que:

*“Quien pretenda adquirir en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en una Bolsa de valores u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad, no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos sus titulares” (artículo 60).*

En cuanto a las condiciones de la oferta, la propia Ley indica que se fijarán reglamentariamente. Concretamente se regulan en el RD 1197/1991, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. En el mismo se determina que quien pretenda realizar una oferta pública de adquisición de valores deberá solicitar autorización a la CNMV, adjuntando al escrito de solicitud un folleto explicativo de la oferta y la documentación que resulte necesaria. La finalidad de esta información es que las personas a las que va dirigida la oferta puedan formarse un juicio fundado sobre ella.

En el artículo 15 de ese RD se fija el contenido del folleto y en él se hace referencia a la auditoría de cuentas, pues entre los denominados elementos subjetivos de la oferta se ha de incluir información sobre la actividad y situación económico-financiera de la sociedad oferente, con identificación de su patrimonio, cifra de negocios, activos totales, endeudamiento y resultados, así como referencia expresa a cualquier salvedad o indicación relevante que conste en los informes de auditoría en relación con ellos. Además, si la sociedad oferente forma parte de un grupo, la información se referirá también a los estados

financieros consolidados.

Por su parte, según el artículo 16, dentro de la documentación que ha de acompañar al folleto de la oferta y en el caso concreto de que el oferente sea una persona jurídica, se adjuntará la auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad oferente y, en su caso, de su grupo, correspondiente, al menos, al último ejercicio cerrado o aprobado; y si la contraprestación consiste en valores ya emitidos por una sociedad distinta de la oferente, la auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad emisora y, en su caso, de su grupo, correspondiente al menos, al último ejercicio.

### **3.3 REQUERIMIENTOS ADICIONALES DE AUDITORÍA: LOS INFORMES ESPECIALES**

En determinadas ocasiones, los auditores son requeridos para realizar tareas específicas, distintas de una auditoría completa, y que conllevan la emisión de un informe especial que sólo puede ser utilizado para la finalidad concreta por la que se realizó el trabajo. En la legislación del mercado de valores se hace alusión a tres tipos de informes especiales<sup>10</sup> que pretenden cumplir con tres objetivos claramente diferentes:

- Informar al público.
- Facilitar las labores de supervisión y control de la CNMV.
- Enjuiciar actuaciones específicas de la entidad auditada.

Una finalidad claramente informativa es la que se atribuye al informe especial requerido por la Orden 30/1992, por la que se modifica la Orden 18/1991, sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación. Este informe, tal y como dispone la Circular 3/1994 de la CNMV, debe ser incorporado a la información pública del primer semestre del ejercicio siguiente a aquél cuyas cuentas anuales hubiesen recibido un dictamen calificado por parte del auditor, para poner en conocimiento del público la evolución de esas salvedades así como su efecto, caso de no haberse subsanado, sobre la información periódica de referencia.

Entendemos que la necesidad de este informe queda plenamente justificada, pues evita que los inversores que confíen en la información semestral puedan verse perjudicados

---

<sup>10</sup> El contenido de estos informes de naturaleza especial y la forma en que han de proceder los auditores para su elaboración ha sido objeto de desarrollo en diversas Resoluciones dictadas por el ICAC a las que hace mención el cuadro 5.

al tomar decisiones sobre la base de una información cuya fiabilidad resultaría desconocida hasta el informe de auditoría del ejercicio siguiente. En este sentido, el informe incrementa la utilidad de la información intermedia.

En segundo lugar se hace mención a un conjunto de informes cuya finalidad es facilitar las competencias de control e inspección que la CNMV, la Dirección General de Seguros y el Banco de España, tienen sobre las Sociedades Rectoras de Bolsas, Sociedad de Bolsas y Sociedades y Agencias de Valores, Entidades de Crédito y Entidades de Seguros y Cooperativas de Crédito, respectivamente. Estas entidades debido a las características especiales de su actividad y a los riesgos a los que se ven sometidas, precisan de un informe complementario al de auditoría de cuentas, en el que se resumen los alcances de los trabajos de revisión de las cuentas y otra información que, estando en poder de los auditores, pueda resultar útil a las labores de supervisión que desempeñan los citados órganos<sup>11</sup>.

En este caso, son los organismos reguladores quienes, haciendo uso de la facultad que les otorga la Disposición Final primera de la LAC para recabar información de los auditores de estas Entidades, les solicitarán un informe complementario al de auditoría de cuentas anuales con las siguientes características:

- (a) Atendiendo a su canal de difusión, se trata de documentos de uso confidencial, únicamente dirigidos a los administradores de la Entidad y a la autoridad reguladora correspondiente.
- (b) Atendiendo a su contenido, son desarrollos del informe de auditoría de cuentas y actúan como complemento del mismo. Incluyen información de carácter marcadamente técnico que detalla el trabajo realizado por el auditor, en términos generales y respecto a las áreas más relevantes de la entidad auditada.

El tercer informe especial recogido en la legislación del mercado de valores tiene por finalidad que el auditor enjuicie los criterios de valoración utilizados por las sociedades cotizadas que realizan ampliaciones de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente. Se trata en este caso de una novedad incorporada por la Ley 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores que, en su

---

<sup>11</sup> Dadas las competencias de vigilancia, supervisión y control, que tiene atribuidas la CNMV, sería deseable que la exigencia de presentar informes complementarios al de auditoría se hiciese extensiva a todas las entidades admitidas a cotización, independientemente de cual sea su objeto social.

Disposición Adicional decimoquinta modifica el artículo 159 del TRLSA, a cuya redacción original añade dos nuevos apartados, uno de los cuales hace referencia a las sociedades cotizadas:

*“En el caso de sociedades cotizadas, cuando la junta general delegue en los administradores la facultad de aumentar el capital social conforme a lo establecido en el apartado 1, b) del artículo 153 podrá atribuirles también la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en relación a las emisiones de acciones que sean objeto de delegación cuando concurren las circunstancias previstas en el apartado uno de este artículo y siempre que el valor de las acciones a emitir, más, en su caso, el importe de la prima de emisión, se corresponda con el valor real que resulte del informe de los auditores de cuentas de la sociedad.”*

En definitiva, tras este recorrido por la legislación nacional, se puede destacar una notable posición y reconocimiento de la profesión auditora en el mercado de valores donde existe una completa regulación que reconoce su actuación en distintos momentos y situaciones que se presentan en la vida de las entidades cotizadas, llegando incluso a demandar la realización de trabajos de naturaleza especial.

#### **4. CONCLUSIONES**

La revisión normativa efectuada en este trabajo permite resaltar los siguientes aspectos que se presentan a modo de conclusiones:

- La hipótesis del mercado eficiente, y más concretamente su versión semifuerte, establece una relación entre la información financiera y los precios de mercado que la convierte en un soporte teórico adecuado para investigar la utilidad de los datos contables, al ser la contabilidad una fuente de información esencial y de carácter público.
- La investigación empírica centrada en la relevancia de la información contable se enmarca dentro del Paradigma de Utilidad en el que subyacen distintos enfoques o líneas de investigación, entre los que destaca el del mercado agregado que, asumiendo la eficiencia del mercado, pretende analizar el contenido informativo de los datos contables evaluando su incidencia sobre las variables bursátiles.
- La importancia de la información para el funcionamiento eficiente del mercado se plasma en diversas disposiciones que regulan la información financiera que han de suministrar las empresas admitidas a cotización. Las exigencias informativas a las que se ven sometidas estas entidades superan a las del resto de compañías no cotizadas y

también exceden los mínimos informativos comunitarios pues, además de los estados financieros anuales, de la información semestral y de la notificación de cualquier hecho relevante que pueda tener efecto sobre los precios de mercado, la legislación nacional prescribe la presentación de información trimestral. Adicionalmente, las entidades que cotizan en Bolsa son las que tienen mayores incentivos para complementar la información obligatoria con revelaciones voluntarias.

- No sólo la cantidad de información disponible sino también, y sobre todo, la calidad de la misma contribuyen al funcionamiento eficiente del mercado, de modo que la opinión del auditor de cuentas sobre la fiabilidad de la información contable que examina adquiere especial trascendencia en este contexto.
- El marco legal de la auditoría de cuentas en el mercado de capitales se concreta en una serie de disposiciones que imponen la auditoría de estados financieros a las compañías cotizadas, a los miembros de las Bolsas y a las entidades emisoras de valores cuando realizan determinadas operaciones. Por otra parte, en ocasiones se demanda al auditor la realización de otros informes especiales y complementarios que cumplen fundamentalmente con dos finalidades, informar semestralmente al público sobre la evolución de las salvedades y facilitar las labores de supervisión y control que la CNMV y otros organismos ejercen sobre ciertas entidades.

En suma, tras reconocer la trascendencia de la eficiencia del mercado para la investigación empírica contable, se puede concluir que la misma resulta admisible en el mercado de valores español, al menos a la luz de las exigencias de información contable y de auditoría a las que se ven sometidas las entidades cotizadas en el mismo.

## **5. LEGISLACIÓN Y REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

Directiva 78/660/CEE, Cuarta Directiva del Consejo, de 25 de julio de 1978, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado y relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad.

Directiva 79/279/CEE, Directiva del Consejo, de 5 de marzo de 1979, dirigida a coordinar las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en Bolsas de valores.

Directiva 80/390/CEE, Directiva del Consejo, de 17 de marzo de 1980, relativa a la coordinación de las condiciones de preparación, control y difusión del folleto a publicar para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en Bolsa.

Directiva 82/121/CEE, Directiva del Consejo, de 15 de febrero de 1982, relativa a información periódica a publicar por las sociedades cuyas acciones estén admitidas a

cotización oficial en Bolsa.

Directiva 148/1982, Directiva del Consejo, de 3 de marzo de 1982, por la que se modifica la Directiva 79/279/CEE sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una Bolsa de valores y la Directiva 80/390/CEE sobre coordinación de las condiciones de establecimiento, control y difusión del folleto que debe publicarse para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una Bolsa de valores.

Directiva 345/1987, Directiva del Consejo, de 22 de junio de 1987, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE sobre la coordinación de las condiciones de establecimiento, control y difusión del folleto que debe publicarse para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una Bolsa de valores.

Directiva 18/1994, Directiva 94/18/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE sobre la coordinación de las condiciones de establecimiento, control y difusión del folleto que debe publicarse para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una Bolsa de valores, en lo que se refiere a la publicación de dicho folleto.

Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas (BOE de 15 de julio).

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 29 de julio).

Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/88, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 17 de diciembre).

Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de valores, Sociedad de Bolsa y Fianza colectiva (BOE de 24 de junio).

Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de oferta pública de adquisición de valores (BOE de 2 de agosto).

Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (BOE de 2 de abril).

Orden de 18 de enero de 1991 sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de valores (BOE de 30 de enero).

Orden de 30 de septiembre de 1992, por la que se modifica la de 18 de enero de 1991 sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsa (BOE de 20 de octubre).

Orden de 29 de diciembre de 1992 sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las Sociedades y Agencias de Valores y sus grupos (BOE de 31 de diciembre).

Orden de 12 de julio de 1993 sobre folletos informativos y otros desarrollos del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (BOE de 22 de julio).

Orden de 23 de abril de 1998, por la que se modifica la Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 29/1992, de 27 de marzo, de emisiones y ofertas públicas de venta de valores (BOE de 1 de mayo).

Circular 9/1989, de 20 de diciembre, de la CNMV, sobre auditorías de las sociedades y agencias de valores (BOE de 28 de diciembre).

Circular 1/1990, de 31 de enero, de la CNMV, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, cuentas anuales de carácter público y auditoría de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de valores (BOE de 7 de febrero).

Circular 3/1990, de 23 de mayo, de la CNMV, sobre normas contables, modelos

reservados y públicos de los estados financieros, modelos de estados complementarios, cuentas anuales de carácter público y auditoría de la Sociedad de Bolsas (BOE de 5 de junio).

Circular 5/1990, de 28 de noviembre, sobre Agencias y Sociedades de valores (BOE de 5 de diciembre).

Circular 3/1994, de 8 de junio, de la CNMV, por la que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en las Bolsas de valores (BOE de 22 de junio).

Circular 1/1999, de 14 de enero, de la CNMV, sobre folletos e informes trimestrales de fondos de inversión (BOE de 3 de febrero).

Resolución de 28 de julio de 1994, por la que se publica la Norma Técnica sobre el informe especial requerido por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 30 de septiembre de 1992 por la que se modifica la de 18 de enero de 1991, sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de valores (BOICAC nº 17).

Resolución de 1 de septiembre de 1994 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se publica la modificación del apartado 8.a) de la Norma Técnica de elaboración del informe especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente en el supuesto del artículo 159 del TRLSA (BOICAC nº 18).

Resolución de 1 de diciembre de 1994, por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del informe especial y complementario al de auditoría de las cuentas anuales de las Entidades de Seguro, solicitado por la Dirección General de seguros (BOICAC nº 19).

Resolución de 1 de diciembre de 1994, por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del informe especial y complementario al de auditoría de las cuentas anuales de las Entidades de Crédito (BOICAC nº 19).

Resolución de 5 de diciembre de 1995, por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del informe complementario al de auditoría de las cuentas anuales de las Cooperativas con sección de Crédito, solicitado por determinadas entidades supervisoras (BOICAC nº 24).

Resolución de 20 de julio de 1998 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se hace pública la Norma Técnica de elaboración del informe especial y complementario al de auditoría de las cuentas anuales de las Sociedades y Agencias de Valores y de sus Grupos (BOICAC nº 34).

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

COMISIÓN EUROPEA (2000): “*La estrategia de la Unión Europea en materia de información financiera: el camino a seguir*”, (COM, 2000 de 13/06/2000). ([www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/account](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/account))

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV, 1998): Carta Circular 14/1998 dirigida a los Presidentes de todas las Sociedades Cotizadas en Bolsa, a los Presidentes de las Sociedades Rectoras de las Bolsas y a los Presidentes de todas las Entidades de Valores; Hechos relevantes y su comunicación a la CNMV y al mercado, CNMV, Madrid.

FAMA, E. (1970): “Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work”, *The Journal of Finance*, vol XXV, pp. 383-417.

FAMA E. (1991): “Efficient capital markets: II”, *The Journal of Finance*, vol. XLVI, núm. 5, diciembre, pp. 1.575-1.617.

- FOSTER, G. (1986): *Financial Statements Analysis*, Prentice Hall International, New Jersey.
- GARCÍA BENAÚ, M. A. Y MONTERREY MAYORAL, J. (1993): “La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en Bolsa”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XII, núm. 74, enero-marzo, pp. 53-70.
- GARCÍA BENAÚ, M. A. Y MONTERREY MAYORAL, J. (1997): “Análisis de la información previsional y cualitativa”, *Revista de Contabilidad*, vol. 0, núm. 0, pp. 125-166.
- GINER INCHAUSTI, B. (1988): XXV años de Contabilidad Universitaria en España, *La teoría del mercado eficiente y las implicaciones con respecto a la normalización contable*, Instituto de Planificación Contable, Madrid.
- GINER INCHAUSTI, B. Y MORA ENGUÍDANOS, A. (1995): “Análisis crítico de la eficiencia del mercado de capitales en relación con la información contable”, *Estudios Financieros*, núm. 144, marzo, pp. 75-122.
- GONZÁLEZ MÉNDEZ, V. (1997): “La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones”, *Investigaciones Económicas*, núm. 82, enero, pp. 111-128.
- GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F. (1995): “La reacción de los precios de las acciones ante anuncios de dividendos: la evidencia empírica en el mercado español de valores”, *Investigaciones Económicas*, núm. 2, mayo, pp. 249-268.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (IASC, 1998): “Interim Financial Reporting”, en *Technical Pronouncements 1999*, IASC, London.
- LAÍNEZ GADEA, J. A., CALLAO GASTÓN, S. Y JARNE JARNE, J. I. (1996): “Información exigida por las Bolsas de valores: análisis empírico de la armonización internacional”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXV, núm. 86, enero-marzo, pp. 35-56.
- LEV, B. (1988): “Towards a theory of equitable and efficient accounting policy”, *The Accounting Review*, enero, pp- 1-20.
- MONEVA ABADÍA, J. M. Y LLENA MACARULLA, F. (1996): “Análisis de la información sobre responsabilidad social en las empresas industriales que cotizan en Bolsa”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXV, núm. 87, abril-junio, pp. 361-401.
- MONTERREY MAYORAL J. Y SÁNCHEZ SEGURA, A. (1994): “La anomalía resultado-precio y el mercado de capitales: implicaciones para el análisis de estados financieros”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, num 80, julio-septiembre, pp. 761-791.
- MONTESINOS JULVE, V. (1987): Curso de Introducción a Bolsa, *Los requerimientos comunitarios de información contable para las sociedades que cotizan en Bolsa*, Bolsa de Madrid. Instituto Español de Analistas de Inversiones, Madrid, pp. 525-544.
- MONTESINOS JULVE, V. (1992): Contabilidad en España, *Las cuentas anuales de las sociedades españolas*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- OLIVENCIA, M. (1997): *Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos Administrativos de las sociedades*, publicado en el BOICAC nº 33.
- RUIZ CABESTRE, F. J. Y ESPITIA ESCUER, M (1996): “La formación de precios de las acciones alrededor del pago de dividendos en el mercado de capitales español”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXV, núm. 86, enero-marzo, pp. 179-198.
- TUA PEREDA, J. (1991): *Investigación empírica en contabilidad. La hipótesis de eficiencia del mercado*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.