

EL RECONOCIMIENTO UNILATERAL DE VALORES EN LA ERA DE LA COMPETENCIA ENTRE MERCADOS

*Manuel Castilla Cubillas**

En el vigente contexto de competencia, los mercados de capitales internacionales rivalizan por atraer a sus sistemas de contratación el mayor número posible de operaciones en valores, con independencia de la nacionalidad del emisor de éstas o de los inversores que realizan aquéllas. Este trabajo se centra en el análisis del reconocimiento unilateral de valores —una de las técnicas que hacen posible la competencia entre plazas financieras situadas en distintos países— identificando, en primer lugar, sus beneficios para los inversores y los mercados organizados, así como los problemas que pueden derivarse de su implementación. Seguidamente, se estudia el encaje de la figura en la regulación española, perfilando los mecanismos más económicos que permiten darle acogida en ella, sin transgredir las normas sobre información a los inversores, ni sobre el consentimiento del emisor para la admisión.

Palabras clave: *sistema financiero, mercado de valores, legislación, competencia.*

Clasificación JEL: *G18, K22.*

1. Introducción

El contenido de la moderna regulación pública de los mercados de valores tiene sus raíces en el contexto político que siguió a la crisis económica de 1929, que llevó a la implantación en Estados Unidos de una legislación específica de tutela para los inversores menos sofisticados, cuyo esquema ha sido después tomado para la regulación de los mercados de valores de la mayoría de los países desarrollados. La intensa intervención de los mercados de valores así establecida revela la desconfianza del legislador respecto de la idoneidad de los incentivos propor-

cionados por la competencia para alcanzar la deseada protección de los inversores¹.

Pero las transformaciones habidas en los últimos años en los mercados de valores parecen haber hecho mella en el tradicional paradigma regulativo intervencionista. Los muchos fenómenos que durante este período han afectado al funcionamiento de este sector del sistema financiero —tales como la introducción masiva de tecnología de acceso remoto, la difusión de información por Internet, la internacionalización de los mercados, su desmutuali-

* Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Granada.

¹ De hecho —y aunque no sea éste su objetivo declarado— a las medidas establecidas se les ha imputado el haber ocasionado un significativo efecto anticompetitivo en la industria financiera (la semilla de esta literatura crítica se encuentra en los trabajos de STIGLER (1971).

zación, etcétera— han producido un efecto común: el aumento de la competencia entre mercados organizados de valores.

La repercusión de la competencia en la lógica regulación de los mercados posee tanto una proyección interna, como externa. Así, en el ámbito interno, la rivalidad entre mercados organizados abre la cuestión de en qué medida sigue siendo necesaria una regulación imperativa y uniforme de su actividad, considerando que los incentivos que sobre cada uno de ellos actúan impulsan el establecimiento de reglas en protección de los inversores². En el ámbito externo, puede darse el problema de que las regulaciones nacionales impongan a sus mercados un «coste regulativo» comparativamente superior al que soportan otros foros de contratación rivales, sometidos a autoridades supervisoras distintas. Así pues, en el presente contexto de competencia, muchos de las viejas dogmas de la regulación de los mercados de valores han dejado de tener vigencia científica.

La consolidación de un entorno competitivo coincide con el florecimiento en la literatura jurídica sobre el mercado de valores de nuevas propuestas para una renovación radical de este sector del ordenamiento, que pretenden aprovechar las inercias de la rivalidad entre foros de contratación³. Las propuestas lanzadas difieren respecto a quiénes deberían ser los protagonistas de la nueva regulación competitiva de los mercados, yendo desde las que atribuyen esta posición a los emisores de los valores⁴, a las que la mantienen para los poderes públicos⁵, pasando por aquéllas que la sitúan en los propios mercados organizados⁶, pero tienen en común el que, en última instancia, dejan a la elección de los inversores la decisión respecto a cuál ha de ser la normativa aplicable.

Apreciamos esta literatura por lo que aporta al debate científico sobre la necesidad de la intervención pública en este sector, y acerca de cuáles deberían ser las líneas maestras de su futura legislación. Sin embargo, su escasa repercusión política hasta la fecha nos hace ser muy escépticos respecto a la realización práctica de cualquiera de las nuevas estructuras de regulación expuestas. Por ello, en este artículo optamos por una aproximación realista, haciendo hincapié en uno de los fenómenos más significativos que ya configuran el nuevo en el paradigma competitivo: el reconocimiento unilateral de las «admisiones» a negociación de ciertos valores efectuadas por autoridades extranjeras⁷, fórmula que ya ha servido en nuestro ordenamiento para articular el mercado de valores latinoamericanos y por cuya extensión a otros valores mobiliarios abogamos.

El reconocimiento unilateral: lógica esencial

Como resultado de las transformaciones expuestas, en los últimos 15 años, los viejos monopolios de las bolsas de valores nacionales han cedido su lugar a un contexto de rivalidad por la captación de emisiones a negociar en sus sistemas de contratación.

En este proceso, participan los mercados organizados tradicionales, que ensayan estrategias globales destinadas a captar parte del flujo de órdenes sobre valores de emisores radicados en otras áreas geográficas y, también, entidades de nueva creación que proporcionan servicios de negociación análogos a los primeros.

En este clima de abierta competencia, la posición de cada uno de los mercados no es distinta a la de cualquier otra empresa: si no ofrecen el mejor servicio al mejor precio, los clientes abandonarán sus sistemas de contratación con destino a sus competidores, por lo que, para retener a aquéllos, habrán de definirse los objetivos del mercado de acuerdo con sus necesidades. Por

² Véase MACEY (1994).

³ Kitch ha identificado cinco factores como los responsables en el cambio de actitud hacia la regulación de los mercados de valores: la liberalización de los flujos financieros internacionales, los cambios en la tecnología de transporte y comunicaciones, los cambios en la propia regulación, los fallos de ésta en la consecución de sus objetivos y el escepticismo sobre la utilidad para el inversor insofisticado del modelo vigente (véase KITCH, 2001).

⁴ Véase CHOI (2001).

⁵ A condición de que éstos compitan entre sí (véase ROMANO 1998).

⁶ Véase MAHONEY (1997).

⁷ A Licht ha de atribuírsele el mérito de detectar la generalización del fenómeno (véase LICHT, 2001).

supuesto, el fenómeno tiene también una vertiente ofensiva, porque sobre cada uno de los mercados actúan los incentivos necesarios para intentar arrebatarse cotizaciones y *order flow* de sus rivales. Es en esta segunda faceta en la que ha de situarse el «reconocimiento unilateral».

Esta técnica consiste en la aceptación en los sistemas de contratación regulados por una determinada autoridad nacional de valores cuya admisión originaria se produjo bajo las reglas de un ordenamiento extranjero, sin necesidad de cumplir requisitos regulatorios distintos a los exigidos en este último. Por esta vía, las empresas del sector financiero del país cuyo mercado reconoce los valores extranjeros, pueden realizar operaciones de intermediación en aquéllos, expandiendo la gama de posibilidades de inversión que ofrecen a sus clientes y aumentando el volumen total de operaciones del mercado en el que participen.

En el caso español, el reconocimiento unilateral puede contribuir a compensar la pérdida de valores admitidos a cotización, que se viene produciendo, curiosamente, no como consecuencia de la superior oferta cualitativa de otras plazas financieras, sino como resultado de la concentración transnacional de empresas, que viene provocando la exclusión de los mercados de las acciones de las compañías españolas que se convierten en filiales de multinacionales extranjeras⁸.

El estudio jurídico del reconocimiento unilateral plantea dos cuestiones distintas, por una parte, la de cuáles son los efectos concretos del mismo, tanto sobre el «negocio» de las bolsas de valores, como sobre los inversores que en ellas operan, estableciendo en que modo contribuye a mejorar el bienestar colectivo. De otra, la referente a las técnicas y cauces concretos que permiten implementar el reconocimiento unilateral en nuestro ordenamiento, pues éste viene dificultado —como en cualquier otro derecho occidental— por las reglas imperativas estableci-

das en la regulación de nuestros mercados de valores. Así, el propósito último de este trabajo es poner de manifiesto los condicionantes legales y reglamentarios para el reconocimiento de valores extranjeros en nuestro país, determinando cuáles de entre las categorías administrativas vigentes permiten eludir las demandas de información y de consentimiento del emisor que, de ordinario, restringen el acceso a los mercados organizados de valores.

Para la indagación de tales cuestiones, estructuramos el contenido del trabajo del modo siguiente: en el apartado 2, analizamos las ventajas que el reconocimiento unilateral puede proporcionar a nuestro sistema financiero, así como las dificultades e inconvenientes que del mismo pudieran derivarse; en el apartado 3, identificamos aquellas normas concretas de nuestra Ley del Mercado de Valores (LMV) que pueden obstaculizar el empleo del reconocimiento unilateral, examinando como las mismas pueden soslayarse con el empleo de entidades autorizadas como Sistemas Organizados de Negociación (SON); por último, en el 4, consideramos la viabilidad real de la extensión del reconocimiento unilateral de valores en nuestro ordenamiento.

2. Ventajas y problemas del reconocimiento unilateral

Las ventajas del reconocimiento unilateral

Beneficios para los mercados e intermediarios

El negocio de las bolsas se basa en la admisión de valores a sus sistemas de contratación. Las nuevas «cotizaciones» implican ingresos para las sociedades gestoras de los mercados, tanto en forma de cánones de admisión (*listing fees*), como a través de las comisiones que perciban por cada una de las operaciones en las que se emplean sus sistemas de contratación. En el caso especial del reconocimiento unilateral, dado que no siempre puede exigirse el pago de cantidad alguna en concepto de admisión —puesto que los emisores pueden no haber prestado su consentimiento para ella— las sociedades gestoras deberán

⁸ Desde enero de 2001, seis empresas se han retirado de nuestras bolsas y otras cuatro anunciaron su intención de hacerlo. Ocho de las diez estaban controladas por personas extranjeras. Véase «La entrada de grupos extranjeros acelera la salida de valores de la Bolsa española», *Cinco Días*, 15 de mayo de 2002, página 29.

enfocar su retribución hacia las comisiones que cargan por la operación.

No puede perderse de vista que la desmutualización⁹ de los mercados organizados ha producido un cambio significativo en relación con su política de ingresos. En los viejos mercados mutualistas, hubiera bastado el beneficio de los intermediarios-miembros para legitimar la decisión de reconocer unilateralmente un determinado valor; ahora, en la medida en que sus accionarios estén también integrado por socios externos, el objetivo de maximización del valor de la compañía no puede soslayarse. Además, el avance de los procesos de desmutualización abiertos refuerza el objetivo de maximización de beneficios al que los administradores se ven impelidos por la amenaza que sobre su posición representa una posible toma de control hostil, que se vería facilitada por una cotización baja de la propia sociedad gestora.

Beneficios para los inversores

La teoría sobre elección de la cartera nos enseña que cuando un inversor adquiere simultáneamente un conjunto diversificado de valores, el conjunto resultante posee un nivel de riesgo más reducido para cada nivel de beneficios esperados, o lo que es lo mismo, puede adquirirse una posición de mayor rentabilidad esperada, contrayendo un mismo riesgo.

Pero la diversificación del riesgo en una cartera exclusivamente nacional tiene significativos límites. Recordemos, brevemente, por qué. Consideremos que el riesgo que entraña cada valor negociable está integrado tanto por el riesgo único, que es el que procede de las particulares características del emisor concreto y del sector de actividad en el que opera, como por el riesgo de mercado, que proviene de aquellos factores que afectan a todas los emisores que operan en el ámbito geográfico de éste. Cuando un inversor aumenta la diversificación nacional de su cartera mitiga el riesgo único de la misma aprovechando la compensación de las desviaciones de unos con las

de otros¹⁰. En cambio, el riesgo de mercado de la misma permanece inalterado pues, justamente, lo que lo define es su influencia común sobre todos los valores integrantes del mismo mercado, impulsando una covarianza positiva entre todos ellos. Así pues, no importa el número de los valores de un mismo mercado que un inversor adquiera, en la medida en que todos los emisores del mismo están sometidos a unas circunstancias económicas comunes su objetivo de reducción de la variabilidad se verá siempre limitado por el lecho de riesgo de mercado en el riesgo total de su cartera (piénsese, por ejemplo, en cómo incide en cualquiera de ellos la evolución de los tipos de interés).

Justamente, la única manera de traspasar la frontera que impone el riesgo de mercado es adquirir posiciones inversoras en emisores fuera del ámbito de ese mercado. Tales valores, al estar sometidos a condiciones económicas generales propias, tienden a presentar una menor covarianza con los valores nacionales que éstos entre sí, por lo que su incorporación a una cartera permite una compensación más intensa de los picos estadísticos de su evolución¹¹. Por ejemplo, por muy diferentes que sean las industrias a las que se dediquen dos emisores de un mismo país, los beneficios de ambas tenderán a verse reducidos en la fase baja del ciclo, lo que previsiblemente empujará los precios de sus acciones en el mismo sentido negativo. Mientras tanto, las empresas situadas en otro Estado pueden estar beneficiándose de una situación de auge de la actividad económica nacional, que impulse favorablemente su cotización. Así pues, por la incorporación de valores internacionales a una cartera, el riesgo de un mercado deviene diversificable. Por supuesto, en una economía globalizada el comportamiento de todos los emisores, con independencia de las naciones en las que operen, guarda relación entre sí, pero, con seguridad, ésta tenderá a ser menor en cuanto dependan de distintas autoridades ejecutivas, legislativas y monetarias.

¹⁰ Para una demostración simple de cómo la desviación estándar de un conjunto de valores es inferior a la de cada uno de ellos por separado, BREALEY y MYERS (1996).

¹¹ Véase FOX (1997).

⁹ Véase CASTILLA (2001).

De cómo el reconocimiento unilateral favorece la diversificación internacional. Especial consideración de los pequeños y medianos inversores

Las evidentes ventajas de la diversificación internacional contrastan con el hecho de que los inversores en los principales países occidentales todavía conforman el núcleo de sus carteras con valores de empresas nacionales (*home country bias*)¹². Ante este hecho, el fomento de la adquisición de valores extranjeros debería defenderse como un objetivo deseable de la política pública en materia de mercados de valores, para cuya consecución el reconocimiento unilateral parece un instrumento adecuado.

Es verdad que no hay un vínculo necesario entre diversificación internacional y reconocimiento unilateral, pues existen vías de acceso a valores de emisores extranjeros, que no requieren del mecanismo extremo de su negociación en los mercados españoles, pero es, asimismo, cierto, que existen obstáculos que *de facto* están restringiendo el empleo del acceso transfronterizo a tales mercados, y que hacen que sean sólo los inversores institucionales y aquéllos de mayor sofisticación quienes hacen uso de esta posibilidad. Veamos como el reconocimiento unilateral puede apoyar a los inversores menos sofisticados a superar tales barreras. Los obstáculos a las operaciones transfronterizas pueden resumirse en dos, en primer lugar, su coste de ejecución y, en segundo, el sesgo favorable a la inversión nacional de los inversores.

El alto coste de la ejecución interfronteriza de órdenes procede de la duplicación de las comisiones de intermediación que se produce cuando las empresas de servicios de inversión, o las entidades de crédito, que reciben las órdenes de compra o venta de valores extranjeros no son miembros de alguno de los mercados en los que éstos se negocian, debiendo acudir, entonces, a otro intermediario que sí lo sea, y que pueda, por ello, acceder al sistema de contratación oportuno. Esta doble inter-

mediación resulta necesaria, toda vez que ni siquiera en el ámbito europeo, en el que la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) proporciona a las empresas de servicios de inversión el derecho de acceso a cualquier mercado regulado, se han podido salvar eficazmente las barreras derivadas de la vinculación entre el estatus de socio y de miembro del mercado¹³ y de las propias exigencias específicas de cada regulación nacional¹⁴, que han sobrevivido al mutuo reconocimiento de la autorización de éstas empresas¹⁵. Se hace así claro cómo el reconocimiento unilateral será útil, sobre todo, para los inversores de menor tamaño, para los que los costes derivados de la doble intermediación son más significativos, dado el peso de los gastos fijos¹⁶.

La preferencia de los inversores por la adquisición de valores negociados en los mercados de los Estados donde residen se ha explicado como resultado de la confianza en el funcionamiento de éstos —en unos casos— y por la facilidad de recepción y análisis de la información sobre los emisores nacionales —en otros—¹⁷. Así, para los inversores pasivos, la selección de valores es una operación que se fía, en última instancia, a la capacidad del mercado para producir precios eficientes en cualquier momento. La idea de acudir a un mercado extranjero —por muy bien reputado que sea— supone un salto geográfico, lingüístico

¹³ Porque aunque la DSI obliga a los Estados miembros a abolir —o, al menos, ajustar a la demanda— los límites al número de miembros de los mercados regulados (artículo 15, número 1) lo cierto es que todavía debe pagarse la correspondiente participación en el capital social de la rectora.

¹⁴ Pues la adopción del principio del *home country control*, viene matizada por la obligación de cumplir con las reglas de conducta en la negociación del Estado de acogida, incluyendo las reglas de capacitación profesional que en él se apliquen. El sistema normativo resultante en el que las normas de los Estados de acogida conservan un cierto ámbito de aplicación ha sido calificado como de «mutuo reconocimiento imperfecto», véase HERTIG (1997).

¹⁵ Aunque es de esperar que los procesos de desmutualización y de integración entre mercados y las propias iniciativas que al respecto pretenden tomar los órganos comunitarios competentes contribuyan próximamente a ello.

¹⁶ A estos efectos, resulta significativo que de los valores extranjeros en poder de residentes en España, sólo el 6,04 por 100 corresponda a personas físicas (el dato procede de las estadísticas sobre la «Posición de España frente al exterior» en materia de valores negociables elaborado por la Dirección General de Comercio e Inversiones, año 2000).

¹⁷ Véase FOX (1997), páginas 2514 y 2515.

¹² Véase BIAIS (1999), páginas 242 y 243, con datos de Francia, Alemania, Estados Unidos y Gran Bretaña, aunque tomados en 1993.

y de cultura financiera, que ayuda poco a crear tal confianza en el inversor poco sofisticado. Se hace clara, pues, la ventaja que el reconocimiento unilateral proporciona: el mero hecho de que los valores extranjeros le sean ofrecidos a través de sistemas de contratación que ya conoce y emplea puede suponer una significativa diferencia que impulse su adquisición por los inversores no informados.

Para los inversores que toman sus decisiones basándose en información¹⁸, las perspectivas de la inversión transfronteriza se ven lastradas por el hecho de que resulta comparativamente menos costoso adquirir datos relevantes de los emisores nacionales, como consecuencia de la facilidad de acceso a los medios a través de los que se publican y de la propia familiaridad con el idioma en que aparecen. Parece claro, entonces, que la negociación de los valores extranjeros en los mercados nacionales puede fomentar la difusión de información por cauces análogos a los empleados en los valores locales —tanto a través del propio mercado, como por medio de publicaciones independientes— reduciendo el coste del análisis fundamental y facilitando el especial interesamiento en los emisores que permite anticiparse en el conocimiento de determinados datos.

Una última preocupación de los inversores transnacionales que debemos considerar es el riesgo de divisa, porque aunque algunos autores niegan la incidencia del mismo por las crecientes posibilidades de *hedging*, es evidente que esta alternativa no es tan asequible para los inversores menos sofisticados¹⁹. Precisamente, puesto que el reconocimiento unilateral aumentaría la demanda de derivados para la cobertura del riesgo de divisa, es

probable un descenso del coste de su contratación que los acercaría a los inversores ajenos a estas innovaciones financieras en la actualidad.

Los problemas del reconocimiento unilateral

La tutela de los inversores en valores «reconocidos»

El principal argumento que puede esgrimirse en contra del reconocimiento unilateral de valores admitidos a negociación bajo otras regulaciones es la falta de información de los inversores nacionales como consecuencia de la inaplicación de la normativa española sobre publicidad de folletos, y sobre comunicaciones periódicas y de hechos relevantes. Tal alegación comprende en realidad dos dificultades distintas: la inaccesibilidad de tal información para los inversores nacionales y la insuficiencia de la información requerida en otros ordenamientos en relación con la demandada en el nuestro. Estudiemos por separado su relevancia real.

El argumento de la no recepción de la información vendría a decir algo así: si los inversores no tienen acceso a folletos o estados semestrales, elaborados en su propia lengua y difundidos a través de los cauces ordinarios, sus decisiones padecerán las consecuencias de la asimetría de información que caracteriza su relación con los gestores de las empresas emisoras, lo que, en todo caso, disminuirá la eficiencia alocativa del mercado y elevará la probabilidad del fraude. Pero este razonamiento asume un esquema de empleo de la información en los mercados de valores que no se compadece con lo que modernamente sabemos sobre su funcionamiento. De entrada, con la generalización de Internet, no puede decirse que las barreras geográficas sean ya un obstáculo para el acceso a la información financiera, que se hace disponible a cualquiera que posea una conexión a la red. Entonces, la discusión no puede ser una de disponibilidad de la información, sino otra sobre la capacidad de los inversores para su asimilación, considerando las diferencias lingüísticas y de técnica contable en la documentación revelada. Sin embargo, la idea

¹⁸ Dentro de ellos entendemos comprendidos tanto aquellos inversores que compran y venden a corto plazo sobre la base de información que creen será pronto más ampliamente difundida, como aquéllos que lo hacen a largo plazo sobre la creencia en la superioridad de su análisis «fundamental» (sobre el significado de éste, en contraposición con el análisis «técnico», véase MALKIEL (1995), páginas 116-117.

¹⁹ Los grandes inversores institucionales pueden contratar *over the counter* derivados que les cubran durante períodos significativos de tiempo frente a riesgos específicos. En cambio, los inversores individuales sólo pueden aspirar a adquirir derivados con coberturas temporalmente más cortas, e incurriendo en significativos costes de transacción.

de que los inversores no sofisticados, a la hora de realizar sus operaciones, requieren los folletos y analizan cuidadosamente su contenido, hace tiempo que viene siendo descartada por los estudiosos de la regulación del mercado. Son los profesionales de los mercados quienes poseen la capacidad técnica necesaria para sacar partido de los datos revelados. Como quiera que son estos participantes quienes de hecho determinan los precios vigentes en los mercados de valores²⁰, la protección viene proporcionada a los inversores insofisticados de manera indirecta a través de la incorporación al valor de mercado de la información divulgada en los documentos exigidos regulativamente.

En la realidad, la principal garantía del inversor no sofisticado —lo sea en valores foráneos o en nacionales— proviene de la eficiencia informativa del mercado en el que realiza sus operaciones. Por ello, éste debería ser el principal elemento a evaluar a la hora de reconocer unilateralmente un determinado valor, pues si sus precios incorporan inmediatamente la información divulgada, el análisis por el inversor de la información revelada resulta una tarea innecesaria.

La eficiencia del mercado parece el resultado de la convergencia de dos factores, de un lado, el tamaño del mercado de ese valor en concreto, de otro, la acción en ese mercado de analistas e intermediarios de elevada sofisticación, que produzcan la incorporación de la información. Como quiera que estas dos características pueden predicarse de la mayoría de los valores cotizados en los principales mercados mundiales, no parece que el acceso directo a la información haya de ser un obstáculo decisivo para su reconocimiento unilateral.

La demanda regulativa de información

La segunda objeción está relacionada con la posible insuficiencia de la información requerida en los mercados de origen de los valores reconocidos. Aunque todos los países desarrolla-

dos imponen a los emisores, de una u otra manera, la obligación de registrar un folleto informativo, podría preocupar el que una regulación extranjera estableciese estándares de divulgación de datos más tenues que aquéllos a que obliga la normativa española.

Nótese que, la eficiencia del mercado originario no proporciona una respuesta al problema así planteado. En su versión más comúnmente aceptada —la semifuerte— la hipótesis de eficiencia predice que toda la información públicamente disponible sobre un cierto valor se incorporará a su precio, lo cual implica que la información que no se revele no se reflejará en el mismo²¹. De ahí que un mercado sometido a una normativa más laxa podría ser comparativamente menos eficiente que otro que operase bajo condiciones de revelación obligatoria más severas, por lo que la comunicación de precios desde el primero, hacia cualquier foro de contratación derivado, no restañaría las limitaciones informativas expuestas.

Sin embargo, para evaluar la importancia real que este efecto de desequilibrio de información tendría, ha de considerarse el tipo de regulación a que están sometidos los valores que se prestan al reconocimiento unilateral. En este sentido, pocos reparos pueden hacerse al régimen de divulgación de información que ha de acompañar a la admisión a cotización en foros como NYSE, NASDAQ, Euronext o el LSE —que serían los predilectos a la hora de extender el ámbito vigente para el reconocimiento unilateral— pues no puede alegarse seriamente que las exigencias de las autoridades supervisoras de tales mercados sean sustancialmente inferiores a ninguna otra, incluida la española. Si con la instauración del mercado latinoamericano nuestro regulador ha aceptado como suficientes las medidas de información impuestas a los emisores en aquella parte del mundo, no se ve motivo para considerar, de entrada, como inaceptables las de cualquier otra bolsa seria.

²¹ Aunque esta última afirmación pueda parecer una obviedad, recuérdese que la versión fuerte de la hipótesis predice que también la información no divulgada se incorpora a los precios (tal es la radicalidad de esta interpretación que algún autor ha dicho de ella que está más cerca de la teología que de la teoría financiera, véase CUNNINGHAM (1994).

²⁰ Véase GILSON y KRAAKMAN (1984).

El riesgo de «inferioridad» de los precios

Quienes negocian un determinado valor fuera de su mercado principal corren el riesgo de que los precios pagados u obtenidos por él sean de una calidad inferior, al no reflejar toda la información que, presumiblemente, si habrán incorporado las cotizaciones en el primero.

Pero, la magnitud real de este riesgo no puede sobreestimarse. La teoría financiera moderna nos enseña que las diferencias en el precio de un mismo valor en varios mercados son eliminadas continuamente por medio del «arbitraje» efectuado por quienes poseen acceso simultáneo a cada uno de ellos²². En efecto, los intermediarios internacionales explotan los desequilibrios momentáneos en la cotización de los valores, aprovechando las oportunidades de comprarlos o venderlos a un mejor precio en los mercados derivados que todavía no han incorporado a sus precios los últimos *items* informativos, que en cambio si reflejan los mercados principales. Lo que aquí nos interesa de la actividad de los arbitristas es que nivela las diferencias de precios que inicialmente pudieran existir entre los mercados originarios de un valor y los mercados derivados²³.

3. El encaje de la técnica del reconocimiento unilateral en nuestro derecho vigente

De la técnica del mutuo reconocimiento al reconocimiento unilateral. Dificultades legales específicas

Aunque la técnica del reconocimiento unilateral presenta nexos con el mutuo reconocimiento de folletos establecido por

las directivas comunitarias²⁴, en el sentido de que ambas promueven la negociación en nuestras plazas bursátiles de valores emitidos en el extranjero, aquéllas difieren entre sí tanto en la política regulativa subyacente —de competencia entre mercados internacionales, en el primer caso, y de remoción de obstáculos legales entre Estados, en el segundo— como, sobre todo, en su mecánica jurídica —que, en el primer caso, supone la aceptación como suficiente de la información reconocida por una autoridad supervisora extranjera, mientras en el segundo, requiere la adaptación de la misma a las particulares exigencias jurídicas y contables del Estado en el que se pretende reconocerla—.

En la práctica, la exigencia de adaptación de la información ha lastrado el funcionamiento del sistema europeo de mutuo reconocimiento de folletos, convirtiéndolo más en una declaración programática, que en un instrumento de utilidad jurídica real²⁵. En efecto, pese a la decidida voluntad liberalizadora de la directiva sobre el folleto informativo²⁶, las normas de implementación de cada Estado imponen requisitos de información diferen-

dieran sólo tiene sentido si los participantes en cada uno de ellos carecen de la posibilidad de acceder a lo que ocurre en el otro, posibilidad, que —teniendo en cuenta la presencia de ESI que pueden acceder a ambos mercados y propia la diseminación de datos en tiempo real a través de *vendors*— parece residual.

²⁴ Sobre la implementación de esas normas en el ordenamiento español, véase FERNANDEZ-ARMESTO, DE CARLOS BERTRAN, (1992).

²⁵ Por ejemplo, en nuestro ordenamiento, el mutuo reconocimiento —con las «cortapisas» para aceptar la información reconocida por otras autoridades supervisoras— viene establecido en el artículo 26.2 del RD 291/1992, a cuyo tenor «tratándose de emisores u oferentes residentes en otros países comunitarios, el folleto podrá ser el mismo que haya sido sometido al control previo de las autoridades competentes de cualquier otro Estado miembro; no obstante, deberá agregarse la información adicional que señale el Ministerio de Economía y Hacienda en relación con el régimen fiscal y jurídico de los valores, la entidad o entidades que se encarguen de la colocación y del servicio financiero de los mismos, y el modo de publicación de las informaciones destinadas a los inversores españoles», a lo que se añade que «todos los documentos deberán presentarse traducidos al español por traductor oficial».

²⁶ Recordamos que el principio de mutuo reconocimiento en materia de Folletos de Admisión fue introducido por la Directiva 87/345 de 22 de junio de 1987, mientras que la Directiva 90/211 de 23 de abril, extendió tal posibilidad a los folletos de emisión utilizables, también, como folletos de admisión.

²² Las diferencias en los precios de un mismo valor que se negocia en diferentes mercados sólo se mantienen durante muy breves períodos de tiempo, más allá de los cuales prevalece un único precio, resultado de la información aportada por los «arbitristas». Véase LICHT (1998).

²³ Piénsese, por ejemplo, en la negociación simultánea de un determinado valor listado en NYSE en un sistema de contratación español afiliado a nuestras bolsas. La posibilidad de que los precios de ambos mercados

tes, que disuaden a intermediarios y emisores de intentar la colocación de una emisión más allá de sus fronteras nacionales. Aunque, teóricamente, la admisión a cotización por parte de uno de los Estados miembros debe ser reconocida por el resto, la levedad y generalidad de los requisitos de la Directiva hace irreconciliables los folletos redactados para los mercados menos desarrollados —que se ciñen a aquéllos— con las demandas de información impuestas en las regulaciones de los mayores mercados, cuyos supervisores usan toda la discrecionalidad de la normativa comunitaria para impedir, de hecho, el mutuo reconocimiento.²⁷

El reconocimiento unilateral puede convertirse —en la medida que lo permitan las legislaciones nacionales de cada uno de los Estados miembros— en una vía para superar los perjuicios que los obstáculos legales al mutuo reconocimiento están causando en la financiación de las empresas europeas. Así, a la espera de que se hagan realidad las modificaciones legislativas comprometidas por las autoridades comunitarias²⁸, la competencia entre mercados puede anticipar los objetivos de mayor integración de los mercados financieros comunitarios que éstas pretenden.

El requisito del consentimiento del inversor y la alternativa de los sistemas organizados de negociación

La implantación del reconocimiento unilateral en nuestro ordenamiento está condicionada por la regla de admisión sólo a requerimiento del emisor, que la LMV impone con carácter general para los mercados secundarios organizados de valores

españoles²⁹, y que obliga a extraer del ámbito de éstos la negociación de valores reconocidos unilateralmente. En realidad, la cuestión no plantea mayores dificultades tras la incorporación a la LMV de la figura de los Sistemas Organizados de Negociación, una nueva categoría regulativa que permite establecer foros de contratación en valores negociables, no sujetos a las reglas impuestas para los mercados organizados de valores y, entre ellas, la obligación de solicitud a admisión por el emisor del artículo 32 LMV.

Precisamente, el empleo de la figura del Sistema Organizado de Negociación (SON) para dar carta de naturaleza administrativa al Mercado de Valores Latinoamericanos, ha permitido que el «reglamento» de éste establezca la posibilidad de que la incorporación de valores al mismo se produzca a instancia de cualquiera de los intermediarios-miembros del mercado, sin necesidad de contar con la aquiescencia de su emisor³⁰. La vía de los sistemas organizados de negociación parece, consecuentemente, la solución oportuna para dar entrada a nuevas iniciativas de reconocimiento unilateral. Las rectoras de las bolsas de valores, y las sociedades en que éstas participan de forma común, pueden utilizar esta alternativa por medio de la constitución de entidades filiales que requerirán la correspondiente ficha técnica a la CNMV y que, más tarde, podrán buscar su reconocimiento como «mercados regulados», asegurándose el régimen de desconcentración que la Directiva de Servicios de Inversión otorga a los foros de negociación que sean calificados como tales por la autoridad del Estado miembro de origen.³¹

²⁷ Karel Lanoo cita como obstáculos al mutuo reconocimiento, la necesidad de publicar los folletos en el idioma del país de acogida, el deber de incorporar información sobre el sistema impositivo nacional y su validez limitada a tres meses (véase LANOO, 1999, página 23).

²⁸ Sin embargo, a la propuesta de nueva regulación lanzada por la Comisión en mayo de 2001 se le ha achacado, justamente, el no solucionar el problema de su mutuo reconocimiento en cada uno de los Estados miembros (véase, *Position of Nasdaq Europe on the Proposal for a Directive of the European Parliament and Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, octubre 2001, página 3).

²⁹ «La admisión a negociación en cada uno de los mercados secundarios oficiales requerirá, además, el acuerdo del organismo rector del correspondiente mercado, a solicitud del emisor, quien podrá solicitarlo, bajo su responsabilidad, una vez emitidos los valores o constituidas las correspondientes anotaciones» (artículo 32.1 LMV).

³⁰ Por supuesto, el artículo 92 del Reglamento del mercado admite también la incorporación de nuevos valores a requerimiento del emisor, pero, en lo que aquí nos interesa, ha de incidirse en que su oposición a la misma no es tenida en cuenta en su texto, como tampoco la de las autoridades supervisoras del Estado de origen.

³¹ Considérense las dificultades técnicas para la hipotética eliminación del requisito del consentimiento para la negociación en los mercados secundarios organizados —en caso de que el legislativo fuera favorable a esta solución— derivadas de la obligación de facilitar a los inversores información sobre el emisor que, en este caso, podría negarse a proporcionar.

El problema de la información sobre el emisor

Las normas sobre folletos informativos

Los principales obstáculos regulativos para la negociación de valores extranjeros en nuestro país proceden de los requisitos de información sobre el emisor demandados la LMV, principalmente, el folleto informativo de emisión del artículo 28 y el folleto de admisión a negociación previsto en el artículo 32. En este apartado analizamos su posible incidencia sobre el procedimiento que ha de articularse para el reconocimiento unilateral.

Por lo que al folleto de emisión respecta, el artículo 26 del RD 291/1992, mantiene la obligación de registro del mismo para las ofertas de valores efectuadas por no residentes³². Aunque para las emisiones que se vayan a producir de manera simultánea en otros Estados, el reglamento admite la posibilidad de utilizar folletos registrados en ellos, ésta queda condicionada a que su contenido global cumpla los requisitos exigidos por nuestra normativa, lo que reduce considerablemente la utilidad real de este mecanismo. En efecto, si existen dificultades para el reconocimiento de los folletos registrados en otros Estados miembros de la comunidad —a que explícitamente se refiere el mismo artículo 26.2 LMV— cuyo contenido es trasunto de las mismas directivas comunitarias que informan la normativa española, para aquéllos cuyo formato procede de fuentes no comunes, la probabilidad de ser admitidos en el registro de la CNMV es baja.

Sin embargo, ha de descartarse que el deber de registro del folleto de emisión y oferta pública se extienda a los valores reconocidos unilateralmente, y ello porque la contratación en un mercado secundario al modo propuesto no puede ser calificada como una oferta pública de venta de valores de las que el artículo 29 del RD 291/1992 somete a las obligaciones informativas propias de una emisión o, al menos, no en tanto no exista una campaña de difusión, comercialización o promoción de dicha oferta³³.

En relación con la exigencia del folleto de admisión a cotización³⁴, como quiera que ésta sólo rige para el registro de los valores cuyo ingreso se pretenda en un mercado secundario oficial, en los términos del artículo 34 LMV, de nuevo, por la simple vía de solicitar la autorización como Sistema Organizado de Negociación de la entidad que se encargue de la contratación de los valores «reconocidos», se elude el deber de formar este documento informativo.³⁵

Mecanismos de protección del inversor. Los requisitos de información del emisor en el mercado latinoamericano

Si bien la normativa general española no impone la obligación de informar sobre los emisores de los valores ofrecidos públicamente en otros países que, después, se intercambien en un Sistema Organizado de Negociación autorizado por la CNMV, siguiendo la fórmula ya utilizada en las iniciativas de reconocimiento unilateral adoptadas en otros países, para el mercado latinoamericano se han establecido mecanismos destinados a asegurar la disponibilidad de la información divulgada en el ámbito regulativo de origen³⁶. Tales mecanismos, bien podrían servir de modelo para nuevas iniciativas de reconocimiento unilateral.

En concreto, el artículo 20 de su reglamento obliga a poner a disposición del mercado tanto la información que las empresas emisoras hubieran suministrado a sus bolsas de origen en el

³⁴ Sobre los perfiles jurídicos fundamentales de este instrumento, véase. MINGUEZ PRIETO, (1992) páginas 125 y ss. (pero considérese la flexibilización reglamentaria de las condiciones de su exigibilidad, tras la eliminación de la exigencia del párrafo segundo del artículo 32 LMV de que en la admisión a cotización se cumplieren los mismos requisitos que en la emisión).

³⁵ La importancia de contar con cierta flexibilidad en las normas sobre información del emisor es esencial para la estrategia de reconocimiento unilateral. Resulta significativo que la nueva norma con la que pretenden regularse los SON (el Proyecto de Ley Financiera busca la reforma del apartado 4 del artículo 34 LMV [Boletín Oficial del Congreso de los Diputados, 18 de marzo de 2002, Serie A. Núm. 69-1]), la cual ha previsto que el Gobierno desarrolle reglamentariamente las condiciones que serán necesarias para el ejercicio de la actividad de estas entidades, excluya de entre tales condiciones la información de emisor.

³⁶ Artículo 9. 4 del Reglamento del Mercado de Valores Latinoamericanos.

³² Que además deberá acompañarse de las informaciones complementarias.

³³ Artículo 3.1 b) del RD 291/1992. Habrá de tenerse cuidado, no obstante, para no traspasar la línea que separa las órdenes de venta en bloque, de las ofertas públicas de valores.

pasado, como la que les proporcionen a partir de su incorporación a aquél. Será el mercado el encargado de facilitar el acceso de sus inversores a esta información a través de un registro público y de los oportunos medios telemáticos³⁷.

Ha de resaltarse que entre estas normas de información, y los requerimientos generales de información de la LMV y el RD 1992 existe una significativa diferencia: mientras las últimas imponen el registro en la CNMV de los folletos y demás documentos, las primeras se confían a la verificación efectuada conforme a las normas de las bolsas de origen, cuya idoneidad corresponde determinar al propio mercado latinoamericano³⁸. La intensidad de estas facultades para el reconocimiento unilateral concedidas al mercado sólo encuentran límite en los poderes expresamente retenidos por la CNMV para suspender o dejar sin efecto los acuerdos de incorporación cuando, según su criterio, infrinjan la «legislación del mercado de valores o perjudiquen la corrección y transparencia de la negociación y del proceso de formación de precios o la protección de los inversores»³⁹, cláusula que, por la amplitud de sus términos, faculta en la práctica a nuestra autoridad supervisora para paralizar cualquier iniciativa que no cuente con su visto bueno.

Suministro de información y cooperación entre mercados

Con el propósito de garantizar el inmediato acceso a toda la información que las sociedades emisoras hagan pública, así como su supervisión, el «reglamento» admite la concertación con las bolsas de origen de acuerdos de coordinación que garanticen la calidad de la difusión de aquélla en el mercado de

valores latinoamericanos. Pero cabe dudar de la disponibilidad de las bolsas de origen para facilitar la transfusión de la información que reciban de sus emisores a mercados que compiten con ellas por la captación del flujo de órdenes sobre los valores negociados en ambas. Desechando la posibilidad de un comportamiento altruista, por parte de entes en abierta competencia entre sí, la viabilidad de los acuerdos de colaboración sólo parece probable en contextos más amplios de colaboración entre mercados, tales como alianzas estratégicas, o procesos de integración societaria, que alejan el reconocimiento unilateral de su típico dominio competitivo.

Reconocimiento unilateral y arbitraje regulativo

La extensión del reconocimiento unilateral plantea la cuestión de las consecuencias de su hipotético empleo por empresas españolas que busquen estándares de *disclosure* más favorables a sus intereses que los administrados por la CNMV. En el sistema expuesto, algunos de nuestros emisores podrían optar por emitir sus valores en otros foros regulativos para después acceder a los mercados secundarios españoles por la vía del reconocimiento unilateral en un sistema organizado de negociación, eludiendo así los requisitos de información que establece la LMV. A nuestro modo de ver, la discusión del asunto necesita del análisis separado de si tal alternativa es formalmente posible, de si sus efectos la hacen aconsejable y de si realmente es viable en la práctica.

Respecto a lo primero, recuérdese que si el derecho vigente permite a los emisores en el mercado latinoamericano eludir los deberes de información, no es por su condición de extranjeros sino porque la colocación de sus valores no se realizó en España. De ahí que, en principio, habría de aplicarse el mismo trato a los emisores españoles que hayan vertido inicialmente sus valores en un ámbito regulativo foráneo.

En cuanto a si esta suerte de competencia regulativa produce efectos deseables o indeseables, no parece que haya prevalecido un juicio definitivo al respecto en la ciencia jurídica. Sintetizando las conclusiones más comunes, puede decirse que existe

³⁷ Artículo 22 del Reglamento del Mercado de Valores Latinoamericanos.

³⁸ Existen, además, otras dos diferencias relevantes entre ambas normas, que atañen a su vinculatoriedad y a sus destinatarios. Así, mientras las violación de las exigencias de información de la LMV y del RD 291/1992 acarrea, sin duda, sanciones administrativas, no está claro cuál es la trascendencia jurídico pública del incumplimiento de un «Reglamento», que, en principio, no tiene otro carácter que el de un acuerdo entre partes. Ni siquiera está claro además, quiénes han de ser los destinatarios de los deberes de información en el mercado latinoamericano, considerando que los emisores podrían no haber prestado su consentimiento a la admisión.

³⁹ Artículo 6, párrafo 3º, en relación con el artículo 9.3.

un acuerdo general respecto a que cierta competencia entre los reguladores de los mercados de valores es saludable, las dudas se plantean respecto a la idoneidad de un sistema que descansa —en última instancia— en la valoración que los inversores hagan del régimen de protección nacional al que un emisor haya decidido adherirse. Es cierto que tales dudas no pueden predicarse de los inversores institucionales, pero sí pueden tener sentido respecto de los inversores no sofisticados, quienes carecen de la capacidad para evaluar el grado de protección que un determinado régimen jurídico les proporciona. Por supuesto, poco habría de temerse de aquellas empresas que se sometan a los regímenes de información previstos en la actualidad por los principales mercados, pero han de admitirse las dudas respecto a si la apertura absoluta de la competencia produciría un deterioro de sus estándares de calidad informativa.

Por último, cabe preguntarse si realmente puede acudirse a esta vía de cotización, o si existen obstáculos que de hecho la paralizarían. Así, ha de reconocerse que allá donde se ha establecido, su implementación procede de una decisión de la propia autoridad supervisora, concernida con la migración de los inversores nacionales a otros mercados⁴⁰. La tendencia de los emisores españoles, en cambio, no es la de renunciar a la emisión en nuestros mercados, sino que su salida internacional se

produce una vez emitidos los valores y aceptados en alguna de nuestras bolsas, mediante una segunda admisión o un programa de *American Depositary Receipts* (ADR)⁴¹, por lo que nuestra CNMV carece de estímulos para colaborar en una iniciativa de este tipo. En cuanto a la actitud de los propios sistemas organizados en el fomento de esta vía, cabe dudar de que exista interés en la misma cuando —como los hasta ahora constituidos— estén controlados por los mercados organizados establecidos, por la pérdida de los cánones de admisión que a éstos les supone. Sin embargo, nada obsta en derecho la autorización de SON independientes, que pretendan aprovechar las oportunidades de negocio que aquélla brinda.

4. Conclusiones. Intervención reguladora necesaria y viabilidad empresarial del reconocimiento unilateral

El examen realizado de las bases legales y reglamentarias del régimen de incorporación de valores configurado para el mercado de valores latinoamericanos demuestra que la implementación de iniciativas más amplias de reconocimiento unilateral no requiere entre nosotros de ningún cambio normativo de enjundia. La categoría administrativa de los Sistemas Organizados de Negociación dota al sistema institucional de la LMV de la flexibilidad necesaria para albergar foros de contratación que, eliminando el requisito de consentimiento y eludiendo el deber de conformar la información de emisor a los estándares españoles, permitan la negociación de aquellos valores extranjeros, cuyo potencial demanda por los inversores españoles hagan asumibles los costes de esta iniciativa, frente a las alternativas basadas en el acceso directo a los mercados extranjeros.

En particular, ha de considerarse la competitividad del reconocimiento unilateral, frente al servicio de tramitación de órdenes a mercados internacionales ofrecido por la Bolsa de Madrid bajo la denominación de *Visual Trader*. Aunque la negociación de los valores extranjeros en sistemas de contratación español-

⁴⁰ El caso israelí ilumina bastante bien la interacción entre reguladores y bolsas reguladas en un entorno de competencia. Hacia mediados del año 2000, prácticamente todas las ofertas iniciales de valores israelíes en el sector de la «nueva economía» fueron llevadas a cabo en los Estados Unidos. Ante esta situación, como gráficamente ha escrito Licht, los gestores del TASE (Tel Aviv Stock Exchange) llegaron a la conclusión de que o encontraban una nueva vía de negocio, o «cerraban la tienda». La vía del reconocimiento unilateral de los valores emitidos en los mercados norteamericanos fue recomendada por un grupo de expertos, nombrados por la autoridad reguladora israelí (ISA), sugiriendo que la aceptación de los folletos se condicionase a la incorporación de cierta información adicional que nivelase lo que la regulación norteamericana requiere a los emisores extranjeros (el modelo 20-F), con lo que se les hubiera exigido en Israel. Este último requisito —que de hecho impide un auténtico reconocimiento unilateral— fue rechazado por el TASE, cuya subsecuente labor de *lobby* fue efectiva, pues en julio de 2000, el legislativo israelí aprobó el vigente sistema que permite la admisión inmediata de los valores israelíes emitidos bajo la legislación norteamericana, sin necesidad de suministrar información complementaria (véase LICHT, 2001, páginas 602 y 603).

⁴¹ Lo que, por cierto, sugiere que la «carga» regulativa impuesta en nuestro ordenamiento no es comparativamente excesiva.

les presenta la ventaja del referido acercamiento a los inversores españoles, ha de resolverse la cuestión de cómo efectuar su liquidación y registro, porque en las operaciones transnacionales sus costes —ya muy elevados en los intercambios internos— son conspicuos⁴².

Dado que los intermediarios españoles no participan directamente en todos los sistemas de compensación y liquidación de los valores susceptibles de ser reconocidos unilateralmente, para liquidar y registrar las operaciones transfronterizas es necesario acudir a un sistema de «múltiples estratos»⁴³, cuyo empleo es caro. Así, es posible, tanto liquidar las operaciones a través de «agentes» locales que tengan abierta una cuenta propia en el sistema local⁴⁴, como acudir a los servicios de un «agente global», que se encargue de liquidar las operaciones en los mercados de muchos países mediante una red de «subagentes», que participan en cada uno de estos mercados.

A fin de facilitar, estos nexos la Circular SCLV 6/1999⁴⁵ ha regulado la inclusión de valores extranjeros en los registros contables del SCLV, estableciendo un procedimiento de conexión en el que el registro español se enlaza con el de origen mediante la cuenta de una entidad adherida que actúa como entidad de enlace, representando al emisor⁴⁶. Ahora bien, para hacer posible la conexión

es preciso que el propio emisor realice un contrato con la entidad de enlace y la entidad custodia en el extranjero⁴⁷, lo que impide su empleo en aquellos supuestos en que el reconocimiento unilateral se produzca sin el consentimiento de aquél. Por ello, para liquidar las operaciones realizadas en el mercado de valores latinoamericanos⁴⁸, la Circular SCLV 7/1999⁴⁹ admite que el alta de los valores pueda promoverse por una entidad diferente de su propio emisor, que podrá suscribir el contrato con la entidad de enlace y con la entidad custodia en el extranjero, en sustitución del emisor de los valores⁵⁰. Este último procedimiento puede abrir el camino para la extensión de las iniciativas de reconocimiento unilateral, siempre que su ejecución no resulte excesivamente costosa.

Referencias bibliográficas

- [1] BIAIS, B. (1999): «European Stock Markets and European Unification», en *European Capital Markets with a Single Currency*, DERMINE y HILLION (eds.), ECMI, Oxford.
- [2] BREALEY, R. y MYERS, S. (1996): *Principles of Corporate Finance*, Nueva York, McGraw-Hill.
- [3] CASTILLA, M. (2001): *Regulación y Competencia en los Mercados de Valores*, Madrid, Civitas.
- [4] CHOI, S. J. (2001): «Promoting Issuer Choice in Securities Regulation», *Virginia Journal of International Law*, número 41, páginas 815 y siguientes.
- [5] CUNNINGHAM, L. (1994): «From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Capital Markets Hypothesis», *George Washington Law Review*, número 62, páginas 562 y siguientes.
- [6] FERNANDEZ-ARRESTO, J. y DE CARLOS BERTRAN, L. (1992): *El Derecho del Mercado Financiero*, Civitas, Madrid.
- [7] FOX, M. B. (1997): «Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom», *Michigan Law Review*, número 95, páginas 2498 y siguientes.

⁴² Téngase presente que los gastos en compensación y liquidación constituyen el 80 por 100 del coste de las operaciones bursátiles, y que para una compraventa de valores transfronteriza, son 11 veces superiores a una operación en EE UU (véase «España adopta el modelo de integración financiera de los mercados alemanes», *Cinco Días*, 28 de enero de 2002, página 31).

⁴³ Véase SCOTT y WELLONS, página 912.

⁴⁴ Estos «agentes» locales ofrecen, tanto a residentes como a no residentes, un amplio abanico de servicios relacionados con la liquidación de negocios y la custodia de carteras de valores, cuyo contenido exacto depende del contrato realizado con cada cliente (véase BIS, *Cross Border Securities Settlements*, Basilea, página 15). Cóndese, además, que los dos principales Servicios Internacionales de Liquidación de Valores (ICSD) son Euroclear y Cedel, que comienzan —aunque de manera limitada— a extender sus servicios a las emisiones de acciones, se conectan a los sistemas de liquidación nacionales, a través de agentes locales (véase GIDDY, SAUNDERS y WALTERS, 1996, página 326).

⁴⁵ Circular SCLV, 6/1999, de 15 de septiembre, de inclusión de valores extranjeros y funciones de las entidades implicadas.

⁴⁶ Además de la entidad de enlace, el funcionamiento de este mecanismo requiere de la participación de una entidad de custodia —que garantice la

existencia de los valores negociados— y una entidad agente de pago, que no tiene por qué ser miembro del servicio (norma 2ª, Circular SCLV 6/1999, de 15 de septiembre).

⁴⁷ Norma 4ª, Circular SCLV, 6/1999.

⁴⁸ Norma 3ª, núm. 7, Circular SCLV, 7/1999.

⁴⁹ Circular SCLV, 7/1999, de 17 de noviembre, sobre registro contable de los valores y liquidación y compensación de las operaciones en el mercado de valores latinoamericano.

⁵⁰ Norma 3ª, núm. 8, Circular SCLV, 7/1999.

- [8] GIDDY, I.; SAUNDERS, A. y WALTERS, I. (1996): «Clearance and Settlement», en *The European Equity Markets*, Benn STEIL (ed.), Londres, ECMI.
- [9] GILSON, R. y KRAAKMAN, R. (1984): «The Mechanisms of Market Efficiency», *Virginia Law Review*, número 70, páginas 549 y siguientes.
- [10] HERTIG, G. (1997): «Imperfect Mutual Recognition for EC Financial Services», *International Review of Law and Economics*, número 14, páginas 181 y 184.
- [11] KITCH, E. (2001): «Proposals for the Reform of Securities Regulation», *Virginia Journal of International Law*, número 41, páginas 642 y siguientes.
- [12] LANOO, K. (1999): *Does Europe Need a SEC? Securities Market Regulation in the EU*, ECMI.
- [13] LICHT, A. N. (1998): «Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets», *Virginia Journal of International Law*, número 38, páginas 563 y siguientes.
- [14] LICHT, A. N. (2001): «Stock Exchange Mobility, Unilateral Recognition, and the Privatization of Securities Regulation», *Virginia Journal of International Law*, número 41, páginas 583 y siguientes.
- [15] MACEY, J. R. (1994): «Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty», *Cardozo Law Review*, número 15, páginas 909 y siguientes.
- [16] MAHONEY, P. (1997): «The Exchange as Regulator», *Virginia Law Review*, número 83, páginas 1453 y siguientes.
- [17] MALKIEL, B. G. (1995): *A Random Walk Down Wall Street*, Norton, Nueva York-Londres.
- [18] MINGUEZ PRIETO, R. (1992): «La normativa comunitaria sobre valores mobiliarios: admisión a cotización, folleto de admisión a cotización, folleto de emisión y de oferta pública y ofertas públicas de adquisición», *Información Comercial Española, Revista de Economía*, número 703, páginas 125 y siguientes.
- [19] ROMANO, R. (1998): «Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation», *Yale Law Journal*, número 107, páginas 2359 y siguientes.
- [20] SCOTT, H. S. y WELLONS P. (1998): *International Finance. Transactions, Policy and Regulations*, Foundation, Nueva York.
- [21] STIGLER, G. (1971): «The Theory of Economic Regulation», *The Bell Journal of Economics and Management Science*, número 2, páginas 3 y siguientes.