

# LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA Y LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES TRANSNACIONALES

**LAURA GARCÍA GUTIÉRREZ**

*Profesora Contratada Doctora de Derecho Internacional Privado de la UAM*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Xavier O'CALLAGHAN MUÑOZ, don Luis BARDAJÍ MUÑOZ, don Casto PÁRAMO DE SANTIAGO, doña Nazareth PÉREZ DE CASTRO, don Juan SÁNCHEZ CALERO GUILARTE y don Antonio TAPIA HERMIDA.

## **Extracto:**

EN este trabajo se analizan las distintas vías por las que se puede producir la internacionalización de las ofertas públicas de venta de valores, con especial atención a los mercados de valores de la Unión Europea. Se distinguen en él cuatro posibilidades. En primer lugar, se constata cómo la internacionalización puede producirse a través de las fusiones o alianzas entre bolsas de valores, como es el caso de *Euronext*. En segundo lugar, se analizan los esfuerzos auspiciados desde la Unión Europea para fomentar las ofertas públicas de venta de valores multijurisdiccionales, a través del mecanismo de la cotización múltiple y de figuras como el «pasaporte único», basada en la idea del control por parte del Estado de origen y de la armonización mínima de legislaciones. La conclusión a la que se llega, en relación con los mecanismos para la integración de los mercados de valores de la Unión Europea promovidos por las Directivas comunitarias en este sector, es que no están logrando los objetivos que se pretendían alcanzar, si bien es cierto que esta normativa comunitaria ha contribuido a incrementar la calidad de las legislaciones de los Estados miembros. Por otro lado, hay dos factores que han contribuido de forma decisiva a que no se impongan en la práctica las ofertas públicas de venta de valores multijurisdiccionales. Se trata de dos mecanismos más sencillos para captar a inversores extranjeros. Por un lado, las denominadas *International Style Offers* que son ofertas públicas de venta de valores que incorporan un tramo internacional destinado a inversores extranjeros, normalmente de tipo institucional. Por otro lado, lo sencillo que resulta adquirir los valores que cotizan en el extranjero en el mercado secundario, a través de un intermediario nacional o extranjero, en particular, una vez que se implantó la Directiva sobre los servicios de inversión (hoy en día derogada, por la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros).

**Palabras clave:** ofertas públicas de venta de valores transnacionales-alianzas y fusiones de bolsas de valores-cotización múltiple-directivas comunitarias sobre mercados de valores-*international style offers*-adquisición transfronteriza de valores.

# Sumario

1. Introducción: la búsqueda de capital más allá del mercado local y las ofertas públicas de venta de valores (OPVs).
2. Primera vía de integración: las fusiones y los acuerdos de coordinación de bolsas de valores europeas y las ofertas públicas de valores transnacionales.
3. Segunda vía de integración: la armonización de legislaciones. El Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF); el sistema de reconocimiento mutuo y el denominado «pasa-  
porte único».
  - 3.1. Análisis de la Directiva de Folletos.
4. Otras formas de captar capital más allá del mercado local.
  - 4.1. Las *International-Style Offers*.
  - 4.2. La adquisición en el mercado secundario de valores que cotizan en el extranjero a través de una empresa de servicios de inversión nacional o extranjera.
5. Conclusiones.

## 1. INTRODUCCIÓN: LA BÚSQUEDA DE CAPITAL MÁS ALLÁ DEL MERCADO LOCAL Y LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES (OPVs)

1. A lo largo de los últimos 25 años ha habido un interés creciente por los valores negociables desde la perspectiva internacional (por su emisión, su transmisión y su regulación)<sup>1</sup>. Esta tendencia se suavizó en cierta medida con las crisis financieras de los años noventa, pero volvió a intensificarse a finales del año 2000. Nos parece interesante destacar, para que nadie se llame a engaño, que, en contra de lo que esta creciente atención actual parecería indicar, en los mercados de valores siempre hubo participantes extranjeros y ventas internacionales<sup>2</sup>, aunque ciertamente, antes de la Primera Guerra Mundial, estas actividades estaban sustancialmente «no reguladas»<sup>3</sup>. Entre la Primera Guerra Mundial y los años sesenta del siglo XX, los movimientos internacionales de capitales fueron objeto de restricciones a través de los esfuerzos legislativos individuales de diversos Estados. Pero, tras el colapso del sistema de BRETTON WOODS<sup>4</sup>, en 1971, los impedimentos a los movimientos de capitales empezaron a suavizarse y se produjo un nuevo incremento de la actividad financiera internacional.

2. En este nuevo marco económico, a principios de los años ochenta del siglo XX, se produjo una tendencia mundial hacia la privatización de grandes empresas públicas y la consiguiente necesidad de llevar a cabo ofertas públicas de suscripción de valores<sup>5</sup>. Cabe destacar, en el caso español,

<sup>1</sup> *Markets: an International Passport for Securities Offerings*, London Institute of International Banking, Finance and Development Law, Londres, 2002, pág. 5 y ss.

<sup>2</sup> Como ha señalado el profesor GARCIMARTÍN ALFÉREZ, en «Ofertas públicas de adquisición de acciones: problemas de Ley aplicable», *RdS*, 2/2005, núm. 25, pág. 109, «No es de extrañar... que los mercados de capitales hayan sido desde siempre los más globalizados» y esto es una consecuencia directa del escaso apego intrínseco que el capital tiene a un determinado territorio. «Las empresas buscan capital allí donde es más barato y los inversores buscan colocar sus ahorros allí donde son más rentables», sigue diciendo GARCIMARTÍN.

<sup>3</sup> Así, por ejemplo, MORÁN GARCÍA ha insistido en la idea de que las pequeñas dimensiones del mercado doméstico de Estados Unidos durante el siglo XIX no permitían cubrir las necesidades de su economía y se recurrió masivamente a la financiación en los mercados inglés y alemán (vid. *Derecho de los Mercados Financieros Internacionales*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2002, pág. 49).

<sup>4</sup> En 1944, en la Conferencia de BRETTON WOODS, triunfaron las tesis defendidas por H. DEXTER WHITE, quien defendía la creación de un sistema monetario de cambios fijos, basado en el patrón oro y en el papel fundamental de una institución internacional (el Fondo Monetario Internacional) promoviendo la cooperación para el mantenimiento del sistema (vid. M.E. MORÁN GARCÍA, *Derecho de los mercados...*, op. cit., pág. 192).

<sup>5</sup> En este sentido, constituyen un ejemplo paradigmático las primeras privatizaciones efectuadas por el Gobierno de Margaret Thatcher en el Reino Unido de empresas como *British Steel*, *British Gas* y *British Telecommunications*. También en

las ofertas de acciones de Repsol (en 1989, 1993, 1995, 1996 y 1997), de Argentaria (1993, 1996 y 1998), de Endesa (1994, 1998), de Telefónica (1995), de Gas Natural (1996), así como la de Tabacalera (1998) <sup>6</sup>. El procedimiento de oferta pública, frente a la enajenación directa, asegura la transparencia de la privatización y permite una diversificación del accionariado de una empresa <sup>7</sup>.

Podemos decir que las empresas públicas realizan OPVs con el fin de ser privatizadas y las empresas privadas las realizan para reestructurar su accionariado <sup>8</sup>. La principal razón por la que, aparte de los casos de privatización, se suele optar por esta fórmula es porque las OPVs permiten la difusión de un valor con carácter previo a su admisión a cotización oficial <sup>9</sup>. PALÁ LAGUNA ha destacado cómo, siendo muy similares los requisitos de información que deben cumplirse en una admisión a cotización y en una oferta pública, las empresas que van a optar por dicha admisión suelen decantarse por una OPV por la publicidad y los beneficios para la empresa que lleva consigo <sup>10</sup>. Algún otro autor ha insistido en que no podemos concebir las OPVs como simples «operaciones financieras», sino que son asimismo estrategias de organización de la empresa y de su reputación y una muy buena vía para su publicidad <sup>11</sup>. Otras razones complementarias son: la búsqueda del equilibrio financiero, convertir en liquidez parte del capital invertido, prestigio y reconocimiento financiero, poder contar con una valoración objetiva de la empresa o como incentivo para los trabajadores y otros colectivos.

Además, las ofertas también pueden utilizarse como alternativa a una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) <sup>12</sup>. La OPV ofrece la posibilidad de desprenderse de un paquete de valores más

---

Francia se registró esta tendencia (por ejemplo, se privatizó el *Banque Nationale de Paris* [vid. respecto de estas privatizaciones PALÁ LAGUNA, R: *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGraw-Hill, Madrid, 1997]. A finales de los años noventa las OPVs se habían extendido por toda Europa. Tanto es así que los autores destacan como, por ejemplo en 1999, las ofertas públicas iniciales –conocidas como IPOs– eran empleadas con mayor habitualidad en España, Alemania e Italia que en la propia Gran Bretaña (vid. FERRÁN, E: *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, 2004, pág. 15). Las razones de estas privatizaciones fueron tanto políticas, como económicas: eran necesarias nuevas fuentes de financiación para reducir el elevado importe del gasto público y la deuda del Estado. A partir de 1997, se detectó un descenso en las OPVs en España. En el año 2000, las empresas que realizaron OPVs en el mercado español fueron el Grupo Prisa, Grupo Auxiliar Metalúrgico (Gamesa), Amadeus y Legista, Grupo Recoletos, Zeltia, BSCH, Tecnocom, SOS Arana, Telefónica Móviles y EADS. En el 2001, destacan las OPVs de Iberia y de Inditex. En el momento actual, fijándonos en el caso español, después de la sequía de estrenos en los mercados de 2005 –año en el que formuló una OPV únicamente la empresa Corporación Dermoesztética– han salido o van a salir a bolsa mediante esta técnica varias sociedades. Entre ellas, podemos citar Parquesol, Grifols, La Netro-Zed, GAM, Bolsas y Mercados Españoles (BME), Riofisa, Itinere y el grupo Astroc (vid. al respecto), «Las compañías españolas se lanzan a la aventura del parqué», *ELPAIS.es/Economía*, 5 de mayo de 2006).

<sup>6</sup> Vid. L. DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción de valores negociables*, Bolsa de Madrid/Civitas, 1998, pág. 61. Vid. también J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones», en ALONSO UREBA y otros, *Derecho del Mercado Financiero*, T. II, vol. 2, pág. 682.

<sup>7</sup> Vid. L. DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico...*, pág. 64.

<sup>8</sup> Vid., por ejemplo, L. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ/S. FERNÁNDEZ LÓPEZ, «Diseño e impacto dunha OPV no mercado de valores español: os casos de Inditex e Iberia», *Revista Galega de Economía*, vol. 10, núm. 2 (2001), pág. 155.

<sup>9</sup> Sobre las funciones de las ofertas de suscripción de valores, vid. L. DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico...*, esp. pág. 20.

<sup>10</sup> Vid. R. PALÁ LAGUNA, *Las ofertas...*, op. cit., pág. 44. En este sentido, esta autora ha destacado que sin existir un deber legal de formular una oferta pública de venta con carácter previo a la admisión a cotización, el mayor número de OPVs que se realiza en España procede de esta causa (op. cit., pág. 34).

<sup>11</sup> Por ejemplo, vid. L. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ/S. FERNÁNDEZ LÓPEZ, «Diseño e impacto...», op. cit., pág. 169.

<sup>12</sup> Vid. L. DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico...*, pág. 69 y R. PALÁ LAGUNA, *Las ofertas...*, op. cit., págs. 2 y 56 y ss.

o menos amplio para evitar la formulación de una OPA. Se trataría de una «cesión» de un paquete de control, dado que al igual que la OPA la OPV, de tener éxito, conlleva la modificación de la titularidad de una parte de la participación del capital social. En este sentido, la OPV puede suponer una alteración en la composición de los accionistas de control, al igual que sucede con la OPA. De este modo, no sería necesario promocionar una OPA en caso de adquisición indirecta sobrevenida de una participación significativa como consecuencia de una operación de fusión o toma de control de una sociedad.

Por lo tanto, debe destacarse además que estas ofertas son algo más que una mera distribución de valores al público, porque afectan a la vida de la empresa, a la estructura y funcionamiento de sus órganos de gobierno y a la información que tienen los mercados sobre su contabilidad y sus responsabilidades <sup>13</sup>.

3. La necesidad de captar un gran número de inversores (= acceso a una mayor comunidad inversora) para poder financiar estas operaciones de privatización potenció la internacionalización de estas ofertas.

La internacionalización de las ofertas de valores ha tenido lugar, por regla general, en el marco del concreto mercado de valores doméstico del Estado de origen de la sociedad, a través de la participación en las ofertas de inversores institucionales extranjeros. En algunos otros casos, los menos, se ha optado por el lanzamiento de OPVs en mercados extranjeros, cumpliendo con los requisitos de información y registro de la oferta del Estado miembro de acogida. Piénsese, por ejemplo, en la oferta pública de las alemanas *Deutsche Telekom* <sup>14</sup> o *Deutsche Post* <sup>15</sup> en España o de la alemana *Kommerzbank* en la *New York Stock Exchange*.

Esta internacionalización es un fenómeno positivo debido a diversos factores que han sido reiteradamente puestos de manifiesto por la doctrina jurídica y económica <sup>16</sup>. De forma esquemática destacaremos algunos de ellos. En primer lugar, parece claro que la internacionalización en este ámbito permite acceder a los inversores extranjeros, aunque sea por vías indirectas, a las ofertas públicas de valores. Ello facilita la diversificación de sus carteras de valores y, por consiguiente, una disminución en el riesgo de sus operaciones. Desde la perspectiva del acceso de entidades extranjeras a los mercados nacionales se produce un incremento de la liquidez de los valores y los emisores extranjeros son capaces de captar mucho más capital que si tuvieran que verse limitados al ámbito de sus respectivos mercados nacionales. Hay también un motivo reputacional importante: como ha destacado el profesor GARCIMARTÍN «cotizar en mercados extranjeros, especialmente si son más rigurosos o exigentes que el mercado local, puede utilizarse como "señal" al mercado de la seriedad y calidad de la empresa» <sup>17</sup>. También este mismo autor se ha referido a las «razones empresariales» que

<sup>13</sup> Hace hincapié en esta idea J. VAN LACKER, en *Listed in Belgium*, Intersentia, Antwerp, Oxford, New York, 2003, pág. vii.

<sup>14</sup> Esta entidad presentó dos OPVs en España el 28 de junio de 1999 y el 19 de junio de 2000.

<sup>15</sup> Esta OPV tuvo lugar el 20 de noviembre de 2000.

<sup>16</sup> Vid. D. W. ARNER, *Globalisation of Financial*, pág. 13.

<sup>17</sup> Vid. F. J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, «Ofertas públicas...», *op. cit.*, pág. 110. Este autor insiste en que «El recurso al capital unido a la cotización en mercados regulados de otro país facilita el conocimiento de la empresa y, por lo tanto, puede utilizarse como puente para su expansión comercial».

pueden motivar la captación de capital en el extranjero: este tipo de operaciones puede facilitar la realización de fusiones o adquisiciones de sociedades de ese mercado.

4. Lo primero que se debe destacar en relación con el tema objeto del presente trabajo es que las ofertas públicas de valores «internacionales», entendidas como ofertas de valores dirigidas al mismo tiempo a inversores, tanto institucionales como minoristas, de diferentes Estados sobre la base de estándares de información y contabilidad únicos no son, en nuestros días, una realidad <sup>18</sup>, salvo en los euromercados de bonos y este es un sector al que solo suelen acceder los inversores institucionales <sup>19</sup>. A lo largo de las próximas páginas, analizaremos los aspectos transfronterizos de las

<sup>18</sup> Este tipo de ofertas suelen denominarse por la doctrina como «ofertas globales» (*Global Offerings*). Al respecto, *vid.* D.W. ARNER, *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, pág. 63; E. FERRÁN, *Building an EU...*, *op. cit.*, pág. 19 («...it cannot be said that truly pan-European offerings of equity securities to institutional and retail investors are a reality.») El propio ARNER destaca en su artículo en *International Lawyer*: «By contrast, a true global offering would be a single coordinated offering to investors around the world based upon identical standards respecting not only offering/listing but also marketing requirements and based upon a freely tradable global share structure. At present, due to conflicting domestic requirements, such an offering is not possible, event absent considerations of subsequent ongoing reporting or liability concerns». Solo han podido lanzar ofertas parcialmente globales, es decir, en algunos Estados de forma prácticamente simultánea, cumpliendo los requisitos de cada una de las regulaciones implicadas, compañías muy potentes como es el caso de *Daimler-Chrysler* o del *Deutsche Bank*.

<sup>19</sup> *Vid.* G. FERRARINI, «Securities Regulation and the Rise of Pan-european Securities Markets: an Overview», en FERRARINI/HOPT/WYMEERSCH: *Capital Markets in the Age of the Euro. Cross-border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Kluwer Law International, La Haya/Londres/Nueva York, 2002, pág. 246. A finales de los años cuarenta del siglo XX surgió un mercado de depósitos y préstamos en dólares a raíz de que el Gobierno comunista chino comenzara a ingresar sus beneficios en dólares en una banco soviético en París (el *Banque Commerciale pour l'Europe du Nord*). Sin embargo, casi de inmediato la filial parisina del banco estatal de la URSS fue desplazada por los bancos londinenses y suizos. En 1957-58, los bancos europeos, sobre todo en Londres y en Suiza, empezaron a negociar con mayor intensidad en dólares. Así surgieron los mercados de créditos sindicados, primero, y de bonos (eurobonos) después, durante los años sesenta. En un principio, comenzaron denominándose mercados de eurodólares (*eurodollar markets*), pero rápidamente estos mercados se expandieron a otras monedas y más allá de Europa. A pesar de lo cual, se sigue hablando de euromonedas y de euromercados, para referirse a estos mercados cuyas operaciones se efectúan en una «red de comunicaciones que no tiene emplazamiento físico» (MORÁN GARCÍA, M.E: *Derecho de los mercados...*, *op. cit.*, pág. 94). Sobre el origen histórico de los euromercados, también puede consultarse, M.E. MORÁN GARCÍA, *Derecho de los mercados...*, *op. cit.*, págs. 47 y ss. Los euromercados evolucionaron como un auténtico mercado internacional, estructurados para eludir las restricciones derivadas de las normativas nacionales, así, por ejemplo, crecieron como consecuencia de las restricciones existentes en la regulación estadounidense en cuanto al registro de valores y el *IET*, *Interest Equalization Tax*, un impuesto creado en 1963 que pretendía reducir los préstamos conseguidos por los países europeos en Estados Unidos; al respecto *vid.*, por ejemplo, M.E. MORÁN GARCÍA, *Derecho de los mercados...*, *op. cit.*, pág. 60 y ss. Las euromonedas aún se vieron más estimuladas por la crisis del petróleo de los años setenta, dada la competencia que se creó entre los bancos para hacerse con los crecientes beneficios obtenidos por los países productores de petróleo (ganancias en dólares depositados principalmente en Londres y en Suiza –los llamados petrodólares–). Hasta que se produjo la crisis de la deuda de los años ochenta, que comenzó con el incumplimiento por parte de Méjico en 1982, los préstamos dominaban al mercado de bonos en los euromercados, en la forma de créditos bilaterales o sindicados. Más adelante, sin embargo, los bonos se volvieron más atractivos. Tradicionalmente, los eurobonos se han registrado en Luxemburgo o en Londres y las normas sobre su venta y registro tienden a ser bastante sencillas. Los euromercados, con carácter general, sobre todo en las primeras Directivas, se han excepcionado de la regulación europea de los mercados de valores. Esto obedecería, en parte, al deseo de no perjudicar a la Bolsa de Londres, y también por entenderse que los participantes en estos mercados no precisan ser objeto de protección como sí es el caso de los pequeños inversores (estos suelen participar indirectamente en los euromercados, sobre todo, a través de fondos de inversión –*vid.* M. G. WARREN, *European Securities Regulation*, Kluwer Law International, La Haya, 2003, pág. 82). Su éxito ha estimulado a su vez la internacionalización de los mercados domésticos (V.D.W. ARNER, *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, pág. 10 y ss.). Los euromercados, son pues mercados *over the counter* (*OTC*), que se caracterizan por su escasa reglamentación y supervisión. Las principales características de los valores negociados en los euromercados son: primero, que los eurobonos no son emitidos en un mercado

ofertas de valores, en especial, de las ofertas públicas de venta. Como es sabido, estas ofertas suponen una forma de obtener capital para las empresas más allá de las fronteras del Estado del domicilio social. Nuestra intención es que este estudio no se detenga en meras abstracciones teóricas, sino que tenga muy en cuenta la práctica, pues parece claro que algunos intentos de internacionalizar las OPVs a través de la integración de mercados y de eliminación de ciertas trabas a las ofertas múltiples (efectuadas a la par en distintos mercados localizados en Estados diferentes) son válidos teóricamente y sin embargo han fracasado o bien se encuentran infrutilizados. Como ha destacado algún autor, lo cierto es que tanto las ofertas transnacionales de valores, como la cotización múltiple en una pluralidad de países siguen siendo fenómenos poco difundidos<sup>20</sup>. Así, podemos anticipar que el modelo de reconocimiento mutuo en el que se basaban las primeras Directivas sobre Folletos de admisión a cotización y de las ofertas públicas habría fracasado. Aún es temprano para emitir un juicio definitivo sobre el sistema de pasaporte único que pretende impulsar la Directiva de Folletos del año 2003. Pero, sí parece, en principio, que también su relevancia práctica podría ser escasa, dada la posibilidad, a la que también nos vamos a referir, de formular ofertas «de tipo internacional»<sup>21</sup>. Es decir, ofertas «domésticas» en las que un tramo se destina a inversores institucionales extranjeros que luego podrán efectuar reventas a los minoristas de las acciones adquiridas. Además, los inversores pueden adquirir valores que coticen en mercados extranjeros a través de una empresa de inversión que, sobre la base de la Directiva de servicios de inversión de 1993, preste sus servicios de forma transfronteriza.

Vamos, por lo tanto, a centrar nuestras explicaciones en los intentos de integración de los mercados de valores europeos a través de la transnacionalización de las ofertas públicas de valores. Las razones de esta especial referencia a los mercados europeos (particularmente a los comunitarios), y en algunas ocasiones a los estadounidenses, responde a varios motivos. Naturalmente, en el caso de los mercados europeos, ha pesado en tal elección, en primer lugar, su mayor cercanía y accesibilidad para nosotros. Pero, también los incesantes intentos realizados por los Estados miembros, a través de las instituciones comunitarias, por incrementar la internacionalización de las ofertas de valores, como uno de los objetivos propios de la realización del mercado interior comunitario en el ámbito de los mercados de valores. Analizaremos, por tanto, los intentos de integración de las bolsas de valores de diferentes Estados miembros, así como los intentos de eliminación de trabas a las ofertas públi-

---

nacional particular, sino que son negociados internacionalmente; segundo, que las emisiones son dirigidas a profesionales de los mercados, por lo que se evitan los deberes de información exigidos en las ofertas públicas; y, por último, que los euromercados sirven, casi exclusivamente, a la negociación de valores representativos de deuda denominados en diferentes divisas (*vid.* más explicaciones en M. CASTILLO, *Regulación y competencia en los mercados de valores*, Civitas, Madrid, 2001, pág. 198 y ss.). La evaluación de la situación financiera de los participantes la efectúan las agencias estatales (en el caso de las entidades de crédito) o agencias privadas de calificación o *rating* (como Moody's y Standard and Poor's). Como ya hemos dicho, las transacciones que se efectúan en estos euromercados se centran en los créditos sindicados y en las ofertas de bonos. Aquí también se distingue entre emisiones públicas (*Public Placement*) y emisiones privadas (*Private Placement*) pero su estudio excede el objeto del presente trabajo.

<sup>20</sup> *Vid.* J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La integración de los mercados de emisiones. La Directiva de Folletos», *El espacio financiero único en la Unión Europea*, Marcial Pons, Madrid, 2005, pág. 293.

<sup>21</sup> Se muestran críticos con la técnica de las ofertas multinacionales y la cotización múltiple ante la posibilidad de formular ofertas domésticas de tipo internacional H.E. JACKSON y E.J. PAN, en «Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999. Part I», *The Business Lawyer*, núm 56, febrero 2001 y, en España, sobre la base del estudio de estos autores *vid.* M. VALMAÑA OCHAÍTA, «Distintos aspectos del régimen sobre el folleto en supuestos de OPV o admisión a cotización (Directiva 2003/71/CE del Parlamento y del Consejo)», *RdS*, 23/2004, pág. 98.



cas comunitarias de valores a través de ciertas Directivas comunitarias, en particular, las elaboradas en el marco del Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF).

En el caso de los Estados Unidos, los motivos parecen evidentes: allí se encuentran algunos de los mercados de valores más potentes y la regulación más desarrollada del mundo sobre estas cuestiones. Además, también en Norteamérica se han llevado a cabo intentos regulativos para impulsar las ofertas «multijurisdiccionales» de valores que conviene analizar. Este es el caso de las ofertas múltiples en Estados Unidos y Canadá a las que nos referiremos más adelante. En Estados Unidos, la sección 5.<sup>a</sup> de la *Securities Act* de 1933 impuso la obligación de registro en la *SEC* a quien pretendiese realizar una oferta pública de venta <sup>22</sup>. El registro en la *SEC* implica desde entonces la presentación de una prolija documentación (con datos relativos a la entidad, información contable, folleto informativo, descripción detallada de los valores, etc.). Esta es la orientación que se ha pretendido implantar en los países de la Europa continental y de la que se hizo eco, con bastante tiempo de retraso, la Directiva 89/298/CEE, de 17 de abril de 1989, por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables.

De todos modos, deben tenerse presentes algunas diferencias sustanciales entre el régimen de los valores negociables en la Unión Europea y en Estados Unidos. El régimen estadounidense ha sido calificado de altamente sofisticado y monolítico <sup>23</sup>, frente al menos maduro sistema de la Unión Europea, en el que no sólo se tiende a los fines tradicionales de cualquier regulación de los mercados de valores, sino que se pretende lograr un alto grado de integración de los mercados. Además, en Estados Unidos existe una autoridad supervisora única, la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, mientras que en la Unión Europea, al menos por el momento, perviven las autoridades reguladoras nacionales <sup>24</sup>.

Es conveniente destacar también que el carácter práctico que queremos imprimir a este trabajo hace necesario no centrar nuestras explicaciones únicamente en el denominado «mercado primario». La referencia final a la adquisición de valores que cotizan en el extranjero a través de un intermediario que ofrece sus servicios a los inversores nacionales es, por tanto, obligada.

5. El punto de partida de los distintos escenarios de internacionalización que se describen en este trabajo es una aseveración que no tiene por qué tomarse como indiscutible: la aplicación a las OPVs del ordenamiento jurídico del Estado donde se sitúe el mercado en el que los valores vayan a ser ofertados o admitidos a cotización. Frente a lo que ha ocurrido en algunos Estados que, tradicionalmente, han intentado la aplicación extraterritorial de sus normas, sobre todo de los requisitos de información, como es el caso de Estados Unidos <sup>25</sup>, las Directivas comunitarias dan por supuesto como punto de partida que la ley aplicable a los requisitos de información sobre el emisor son los del mercado en que se efectúa la oferta o se solicita la admisión a negociación. Decae, en el ámbito

<sup>22</sup> Vid. R. PALÁ LAGUNA, *Las ofertas...*, op. cit., pág. XXVIII.

<sup>23</sup> En este sentido, vid. N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2002, pág. 53.

<sup>24</sup> Vid. K. LANNOO, *Does Europe need an SEC?*, European Capital Market Institute, 1999.

<sup>25</sup> Vid. S.J. CHOI/ A.T. GUZMÁN, «The dangerous extraterritoriality of American Securities Law», *Northwestern Journal of International Law and Business*, 1996, pág. 207 y ss.



européico, por lo tanto, la propuesta de algunos autores estadounidenses que se han postulado a favor del juego de la autonomía de la voluntad en el sector de los mercados de valores<sup>26</sup>. Lo que sí ha calado en las Directivas comunitarias es la idea de la competencia entre ordenamientos jurídicos<sup>27</sup>, que subyace a la construcción comunitaria Derecho del Estado de origen más armonización mínima<sup>28</sup>. Así, por ejemplo, la Directiva de Folletos parte de que el Estado de origen es bien el Estado del domicilio social donde se efectúa una primera oferta o bien el Estado del mercado en el que se realiza la oferta si no coincide con el Estado del domicilio social. Eso sí, cuestiones como si la sociedad puede transmitir sus acciones, si estas deben estar totalmente desembolsadas y otras que afectan a la vida social se regirán por la *lex societatis*<sup>29</sup>, entendida, en el caso de España, como la ley del Estado de constitución de la sociedad<sup>30</sup>.

## 2. PRIMERA VÍA DE INTEGRACIÓN: LAS FUSIONES Y LOS ACUERDOS DE COORDINACIÓN DE BOLSAS DE VALORES EUROPEAS Y LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES TRANSNACIONALES

6. En el contexto económico y jurídico que acabamos de esbozar, se han producido intentos regionales dignos de mención para impulsar la internacionalización de los mercados de valores en general y particularmente por lo que se refiere a las OPVs. Así, una de las posibles formas de captar capital más allá de las fronteras del Estado donde una sociedad tiene su domicilio estatutario es la participación en una bolsa de valores que opere de forma transfronteriza o transnacional. En este caso, solo deberían cumplirse los requisitos para efectuar una OPV o para cotizar de ese mercado bursátil integrado, lo que claramente permitiría llegar a un espectro de inversores más amplio, no limitado a un determinado territorio nacional. El objetivo último sería crear «*a single 24-hour market in which shares of the world's biggest blue-chip can be traded cheaply and efficiently*»<sup>31</sup>. No obstante, lograr este único mercado mundial, sobre todo a través de las fusiones de bolsas, no resulta fácil. Básicamente, para que este tipo de iniciativas prospere, debe tratarse de Estados con orde-

<sup>26</sup> *Vid.*, por todos, los trabajos de R. ROMANO, «Empowering investors...», *op. cit.* y de S.J. CHOI y A.T. GUZMÁN, «The dangerous extraterritoriality...», *op. cit.*, esp. pág. 232. Aunque estos últimos han suavizado algo sus posturas más recientemente, *vid.* por ejemplo, S.J. CHOI, «Channeling Competition in the Global Securities Market», *Transnational Lawyer*, 2002, págs. 118 y 119.

<sup>27</sup> *Vid.* M. CASTILLA: *Regulación y competencia en los mercados de valores*, Civitas, Madrid, 2001, por ejemplo, págs. 76 y 172.

<sup>28</sup> Sobre la armonización mínima *vid.*: M. VIRGÓS SORIANO/F.J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, «Estado de origen vs. Estado de destino: la diferentes lógicas del Derecho Internacional Privado», PACIS ARTES: *Obra homenaje al profesor J. D. González Campos*, Eurolex, Madrid, 2005, pág. 1.793.

<sup>29</sup> *Vid.* H. KRONKE, «Capital Markets and Conflict of Laws», *R. des C.*, 286 (2000), 2001, pág. 294. Este mismo autor pone en duda la vialidad de la conexión al mercado en las operaciones que tienen lugar en internet o fuera de las Bolsas tradicionales (*vid.* «Capital Markets...», *op. cit.*, págs. 368-369). También a este respecto, GARCIMARTÍN ALFÉREZ ha señalado que la calificación de una cuestión como societaria o del mercado de valores ha de ser uniforme y en la Unión Europea, en última instancia, el deslinde correspondería al TJCE (*vid.* «Ofertas públicas...», *op. cit.*, pág. 122).

<sup>30</sup> Sobre la ley aplicable a las sociedades *vid.* F.J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Derecho de sociedades y conflicto de leyes una aproximación contractual*, Edersa, 2002.

<sup>31</sup> *Vid.* «Stock Exchanges; The Battle for Efficient Markets», *The Economist*, 17 de junio de 2000, marg. 86.

namientos jurídicos similares y no han de existir motivos económicos o políticos de peso en contra. Por eso, las fusiones de bolsas que recientemente han tenido lugar se han producido sobre todo a escala regional.

7. Cuando la fusión de las bolsas no es posible –ni siquiera a escala regional–, puede, no obstante, perseguirse una integración de menor nivel, manteniendo los mercados de valores nacionales, pero dictando normas armonizadoras que incrementen las similitudes entre los ordenamientos jurídicos nacionales y faciliten, al menos *a priori*, la eliminación de trabas superfluas (como la necesidad de cumplir con los requisitos de información de distintas normativas nacionales para que una misma oferta de valores y su correspondiente folleto puedan utilizarse en mercados de valores de Estados diferentes). Esto se consigue cuando las autoridades nacionales llegan a aceptar las autorizaciones de otros Estados para efectuar OPVs o a admitir valores a cotización sin necesidad de controles adicionales. A esta idea responde la noción de «pasaporte único» manejada en el Derecho comunitario europeo.

Como ya hemos señalado, tanto los proyectos de la primera clase, como los de la segunda, dadas sus exigencias de partida, son más fáciles de lograr en el plano regional que global. Esto vamos a poder comprobarlo al referirnos a los esfuerzos realizados en el ámbito de la Unión Europea y al caso de Canadá y Estados Unidos. En el caso de la Unión Europea, se ha fijado el objetivo de tender a un mercado interior único de capitales capaz de competir con el potente mercado de los Estados Unidos<sup>32</sup>. No obstante, la opinión dominante es que ni el sistema de reconocimiento mutuo comunitario, ni el *Multijurisdictional Disclosure System (MJDS)* entre Estados Unidos y Canadá<sup>33</sup> han cosechado resultados realmente satisfactorios en la práctica<sup>34</sup>.

8. Comenzaremos por referirnos a la internacionalización de las ofertas públicas de valores en el ámbito europeo. El tema hay que situarlo en el marco de un contexto global en el que se persigue un objetivo más amplio: la integración de los mercados europeos de servicios financieros, que encuentra su base en el objetivo de construir un mercado común al que se refiere el artículo 2 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (TCE). El ejemplo europeo no solo es interesante porque el mercado comunitario es uno de los principales exponentes a escala mundial en cuanto a la creación de un mercado interior a través del impulso interestatal<sup>35</sup>, lo cual tiene su oportuno reflejo en el ámbito de los mercados de valores (con el alcance que veremos en las siguientes páginas), sino también porque no debemos olvidar que en Europa se encuentran la bolsa de valores más antigua del mundo (la de Ámsterdam) y el centro financiero más importante (Londres).

En el ámbito de la Unión Europea ha habido diversos intentos, algunos infructuosos y otros con éxito, de fusión y de coordinación de bolsas de valores. Es claro que una forma de lograr OPVs

<sup>32</sup> Vid. D.W. ARNER, *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, pág. 7. Téngase en cuenta que, en la actualidad, se estima que el conjunto de los mercados de valores europeos solo tiene un tamaño de la mitad en comparación con los estadounidenses (vid. E. FERRÁN, *Building an EU...*, *op. cit.*, págs. 17-18).

<sup>33</sup> Al respecto, *vid. Infra* núm. marg. 20.

<sup>34</sup> D.W. ARNER, *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, pág. 65.

<sup>35</sup> Al respecto, *vid. por ejemplo*, M. HERDEGEN, *Derecho económico internacional*, Thomson/Civitas, 2005, esp. pág. 125 y pág. 134 y ss.; E. FERRÁN, *Building an EU...*, *op. cit.*, pág. xiii.

globales, a escala comunitaria, sería que hubiera una única bolsa y un único supervisor<sup>36</sup>. No obstante, hoy por hoy, tanto una como otra posibilidad se muestran inviables. En ello, pesan razones de índole político y económico diversas, pero merece la pena destacar que uno de los Estados miembros (Gran Bretaña) cuenta con una de las bolsas más potentes del mundo (la *London Stock Exchange*) y, como es lógico, no está dispuesto a perder las prerrogativas que ello implica a cualquier precio.

La Unión Económica y Monetaria (UEM) y, en particular, la introducción del euro como moneda única de la mayor parte de los Estados comunitarios, con la consiguiente desaparición del riesgo monetario, han fomentado los intentos de integración bursátil.

9. Un primer proyecto de fusión que ha tenido éxito ha sido la creación de Euronext<sup>37</sup>. Euronext, N.V. era una sociedad *holding* de Derecho holandés<sup>38</sup>, con domicilio estatutario en Ámsterdam, que operaba a través de cinco sociedades filiales: Euronext Amsterdam, Euronext París, Euronext Bruselas, Euronext Lisboa y Euronext London, Ltd. (en el caso de Londres, solo caben operaciones con productos derivados). Se creó en septiembre del año 2000, con la intención de competir con los dos mercados dominantes de Londres y Frankfurt, mediante la fusión de las Bolsas de París, Bruselas y Ámsterdam, convirtiéndose así en la primera bolsa transnacional que operaba en Europa. En enero de 2002, se expandió a través de la adquisición de *LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange)*. Y es en febrero de 2002 cuando se fusiona también la *BVLP (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto)*. Cada una de las bolsas fusionadas es un ente independiente, con su propio *Rule Book*<sup>39</sup>, sometido a las normas de cada uno de los Estados de su domicilio social y bajo la supervisión de sus autoridades nacionales. Algunas de estas normas han sido armonizadas, pero otras aún difieren<sup>40</sup>. Lo que es único es la plataforma de negociación y el sistema de compensación.

10. También las bolsas de valores de los países nórdicos se están uniendo. OM Gruppen, sociedad rectora de la Bolsa de Estocolmo y HEX, sociedad rectora de la bolsa finlandesa, se fusionaron en el año 2003. A lo largo del 2004, el grupo fue creciendo, al unirse a él las bolsas de los países bálticos (Lituania, Letonia y Estonia). Posteriormente, los mercados OMHEX se unieron a otras bolsas nórdicas (la de Copenhague, Islandia y Oslo) formando la alianza NOREX<sup>41</sup>.

11. Otros proyectos de creación de mercados transnacionales han fracasado. Así, en julio de 1998, la *Deutsche Börse* y la *London Stock Exchange* formaron una alianza de coordinación con el objeti-

<sup>36</sup> En contra de que la existencia de una única autoridad supervisora pueda solucionar las deficiencias del escenario europeo en el ámbito de los mercados de valores se ha manifestado E. FERRÁN, *Building an EU...*, op. cit., pág. 2.

<sup>37</sup> Para consultar información detallada y datos estadísticos *vid.* <http://www.euronext.com/>.

<sup>38</sup> En cuanto a la estructura y gobierno de esta sociedad *vid.* [http://www.euronext.com/editorial/wide/0,5371,1732\\_4436322,00.html](http://www.euronext.com/editorial/wide/0,5371,1732_4436322,00.html).

<sup>39</sup> Es decir, que cada Bolsa Euronext tiene su propio haz de normas (*Euronext Brussels Rule Book, Euronext Lisbon Rules Book, etc.*).

<sup>40</sup> Por ejemplo, en el caso del *Euronext Brussels Rule Book* el Libro I contiene las reglas que han sido armonizadas y el Libro II las normas específicas belgas.

<sup>41</sup> *Vid.* <http://www.norex.com>.

vo principal de establecer un *European Blue Chip Market*. A esta alianza llegaron a unirse hasta seis bolsas europeas en mayo de 1999. Pero el intento de coordinación Londres-Frankfurt fracasó. Más adelante, una vez que se anunció la creación de Euronext, se llegó a anunciar la fusión entre la Bolsa de Londres y la alemana en un proyecto que se denominó iX, pero que no llegó a fructificar por decisión unilateral de la Bolsa de Londres<sup>42</sup>. No obstante, la Bolsa de Londres mantiene una *joint venture* con la suiza SWX, que ha dado lugar a la denominada Virt-X. Esta plataforma se centra en el mercado de derivados y en proveer servicios de compensación. Asimismo, y aunque en octubre de 2000, la Bolsa de Londres rechazó una oferta de OM de 1.060 millones de libras esterlinas, se creó el mercado de derivados EDX en el que la Bolsa de Londres opera junto con el OM sueco y en el que también existen vínculos con las bolsas de otros países nórdicos (las de Copenhague, Oslo y Estocolmo). La Bolsa de Frankfurt, por su parte, está impulsando alianzas con la Bolsa de Milán<sup>43</sup>.

También durante 2006 y en 2007<sup>44</sup> la estadounidense Nasdaq lanzó varias OPAs sobre la Bolsa de Londres en su intención de extenderse en el ámbito europeo. Sin embargo, el accionariado de la londinense las rechazó. La estrategia de Nasdaq ha sido la adquisición de acciones de la Bolsa de Londres, de la que en este momento es propietaria en un 25,1%<sup>45</sup>.

En la actualidad, la prensa económica se hace eco de que Macquarie, el mayor banco de inversión australiano, estaría preparando una oferta por la Bolsa de Londres, para lo que buscaría aliados (parece ser que el grupo OM se sumaría a dicha oferta)<sup>46</sup>. Con ello, la entidad entraría en confrontación con Euronext, que lleva meses negociando la adquisición del mercado de valores londinense. La Bolsa de Frankfurt también volvió a entrar en esta pugna, pero se retiró de ella en marzo de 2005. Tanto la oferta de Euronext, como la de la Bolsa de Frankfurt encontraron la oposición del órgano de defensa de la libre competencia de Reino Unido, que, en julio de 2005, dictaminó que estas fusiones reducirían notablemente la competencia porque daría lugar a una posición de dominio de la Bolsa de Londres en la prestación de los servicios de liquidación y compensación.

12. Como puede observarse, la transnacionalización de las bolsas se encuentra en un período temprano, a pesar de las alianzas mencionadas. Desde el punto de vista normativo, cada una de las bolsas fusionadas mantiene su propia regulación<sup>47</sup>. Así, por ejemplo, en Euronext y en NOREX los emisores deben seleccionar una de las bolsas fusionadas como vía de acceso al mercado y adaptarse a la regulación del mercado de valores de ese Estado.

13. Recientemente, también la *Deutsche Börse* y la neoyorquina NYSE mostraron su interés en fusionarse con la Bolsa «paneuropea» Euronext<sup>48</sup>. La bolsa alemana efectuó una oferta de «unión entre

<sup>42</sup> Vid. G. FERRARINI, «Securities Regulation...», *op. cit.*, pág. 243.

<sup>43</sup> Vid. E. FERRÁN, *Building an EU...*, *op. cit.*, esp. pág. 256.

<sup>44</sup> «El NASDAQ fracasa en su intento de comprar la Bolsa de Londres», Diario El País de 12 de febrero de 2007.

<sup>45</sup> Al respecto puede leerse la reseña de Cincodías.com de 5 de junio de 2006. Vid. también, «Nasdaq lanza una OPA hostil de 4.000 millones por la Bolsa de Londres», Diario El País de 12 de diciembre de 2006.

<sup>46</sup> Vid., por todas, Diario El País de 16 de agosto de 2005.

<sup>47</sup> Vid. a este respecto E. FERRÁN, *Building an EU...*, *op. cit.*, págs. 257 y ss.

<sup>48</sup> Vid. Diario «El País. Economía» de 25 de mayo de 2006.

socios», en la que sería posible que el presidente de Euronext se mantuviera como presidente de la empresa fusionada. Sin embargo, el 23 de mayo de 2006, los accionistas de Euronext, rechazaron en su junta general la oferta de fusión de la *Deutsche Börse*. La mayoría de ellos prefería la oferta de la NYSE, a pesar de que su valor era de ocho mil millones de euros frente a los ocho mil seiscientos que ofrecía la bolsa alemana. *Deutsche Börse* hubiera querido mantener Clearstream para gestionar sus valores, mientras que Euronext se inclinaba porque se vendiese para equiparar así el peso de las dos bolsas. Teniendo en cuenta los valores de la capitalización de mercado de Euronext, *Deutsche Börse* y NYSE, sería con esta última con quien la fusión sí se aproximaría a una unión entre iguales<sup>49</sup>.

Finalmente, en junio de 2006, Euronext y la NYSE anunciaron que habían llegado a un acuerdo para fusionarse y crear así la mayor bolsa del mundo<sup>50</sup>. La Bolsa de Milán ha anunciado su intención de unirse al proyecto transatlántico. Esto puede considerarse como un traspás para el proceso de integración europea de los distintos mercados bursátiles nacionales.

En abril de 2007, NYSE Euronext, la compañía *holding* de Derecho estadounidense con sede en Nueva York, que agrupa la primera bolsa transatlántica del mundo, empezó a cotizar en la *New York Stock Exchange*<sup>51</sup>.

14. Es importante poner de manifiesto que la naturaleza jurídica de los procesos de fusión a los que nos hemos referido difiere de la de los acuerdos de coordinación, como era el caso de la fracasada alianza Londres-Frankfurt. En este último caso, se conservaba la personalidad jurídica y la independencia institucional de cada una de las bolsas, mientras que en los procesos de fusión se crea una nueva entidad que bajo una estructura societaria única gestiona los nuevos sistemas de contratación y segmentos de negociación de ámbito paneuropeo o transatlántico<sup>52</sup>. En el caso del proyecto iX, no se trataba de una fusión en sentido propio, porque tanto la *London Stock Exchange* como la *Deutsche Börse* iban a continuar existiendo como tales, aunque sus negocios fuesen integrados. En este caso, las acciones de la nueva entidad hubieran sido distribuidas entre los accionistas de ambos mercados<sup>53</sup>.

### 3. SEGUNDA VÍA DE INTEGRACIÓN: LA ARMONIZACIÓN DE LEGISLACIONES. EL PLAN DE ACCIÓN PARA LOS SERVICIOS FINANCIEROS (PASF); EL SISTEMA DE RECONOCIMIENTO MUTUO Y EL DENOMINADO «PASAPORTE ÚNICO»

15. En 1966 el Informe Segré<sup>54</sup> detectó ciertos problemas en cuanto al funcionamiento de los mercados de valores nacionales en la Unión Europea. Este documento se considera el primer paso

<sup>49</sup> La capitalización de mercado de Euronext oscila en torno a los 8.000 millones y el de *Deutsche Börse* supera los 11.000.

<sup>50</sup> *Vid.* CincoDias.com del 2 de junio de 2006 y de 5 de junio del mismo año.

<sup>51</sup> *Vid.* Diario El País de 5 de abril de 2007.

<sup>52</sup> *Vid.* M. CASTILLO, *Regulación y competencia...*, *op. cit.*, pág. 175.

<sup>53</sup> *Vid.* M. CASTILLO, *Regulación y competencia...*, *op. cit.*, pág. 176.

<sup>54</sup> Documento de la CEE titulado originariamente «The Development of a European Capital Market» (1966). El Informe Segré recoge los resultados de un grupo de expertos independientes al que la Comisión encargó en 1964 el análisis de la

en la regulación comunitaria de los mercados de valores. Concretamente, este informe hacía hincapié en que los mercados de valores de los Estados miembros discriminaban en favor de los participantes domésticos (especialmente de los gobiernos nacionales) y en que eran muy pocos los valores que cotizaban fuera del Estado del domicilio de la compañía emisora. Esta situación originaria fue evolucionando lentamente, impulsada, sobre todo, por la libre circulación de capitales comunitaria.

A pesar de que, como acabamos de comprobar, la creación de un mercado de valores fuerte que facilitara la libre circulación de capitales y la oferta paneuropea de servicios e instrumentos financieros estaba en la agenda comunitaria desde los años sesenta, es decir, que la necesidad de armonizar en este sector del Derecho se detectó pronto, la primera Directiva sobre la materia no se elaboró hasta el año 1979<sup>55</sup>. Por consiguiente, la mayor parte de los Estados comunitarios empezó a desarrollar su legislación sobre los mercados de valores a partir de finales de los años ochenta<sup>56</sup>. Esta legislación «armonizada» ha sido impulsada a través de un entramado de Directivas, cuyo mapa está en la actualidad prácticamente completado, gracias al impulso efectuado a través del Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF-*Financial Services Action Plan, FSAP*) del que hablaremos a continuación.

Este elenco de Directivas persigue unos objetivos claros: mejorar la calidad de las legislaciones sobre los mercados de valores de los Estados miembros (objetivo válido tanto para las operaciones *ad intra* como *ad extra* de la Unión Europea) y armonizar dichas legislaciones con el fin de facilitar las operaciones transfronterizas intracomunitarias con valores (objetivo claramente relacionado con el de la construcción de un mercado interior de los servicios financieros). Se ha optado, por lo tanto, por mejorar las regulaciones nacionales, en lugar de sustituirlas por un sistema completamente nuevo (a través del recurso, por ejemplo, a los reglamentos comunitarios).

16. Además, este entramado comunitario de normas sobre los mercados de valores se apoya, a su vez, en las Directivas sobre Derecho de sociedades<sup>57</sup> y sobre normas de contabilidad. Así, por ejemplo, pronto se detectó la importancia de armonizar las exigencias de información sobre los emisores para la integración de los mercados de valores a escala comunitaria y para favorecer las operaciones transfronterizas con valores (entre otras, las OPVs). En este sentido, hay que destacar la reciente aprobación –en 2005– del uso de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC-*International Accoun-*

---

problemática de la integración de los mercados de capitales. Se trataba de que los expertos señalaran las condiciones previas para la creación de un mercado de capitales europeo y de sus efectos político-económicos en los Estados miembros. Al respecto, *vid.* M. IZQUIERDO, *Los mercados de valores en la CEE (Derecho Comunitario y adaptación al Derecho español)*, Civitas, Madrid, 1992, pág. 46 y ss.

<sup>55</sup> Directiva 79/279/CEE, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores (DO L 66, de 16 de marzo de 1979, pág. 21), modificada por la Directiva 82/148/CEE y por la Directiva 88/627/CEE, y finalmente derogada por la Directiva 2001/34, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores (DO L 184, de 6 de julio de 2001, pág. 1).

<sup>56</sup> Al respecto *vid.* D.W. ARNER, *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, pág. 18. Sirva también como muestra que cuando se aprobó la Directiva sobre el Folleto, en 1981, solo cinco de los Estados miembros requerían folleto informativo en el caso de una oferta pública de valores. Concretamente, se trataba de Gran Bretaña, Irlanda, Bélgica, Francia y Luxemburgo.

<sup>57</sup> A las que ARNER ha calificado, con acierto, como la «infraestructura subyacente» del sistema («*the underlying legal and financial infrastructure*»), *vid.* D.W. ARNER, *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, pág. 20).



ting Standards (IAS), NIIF–IFRS<sup>58</sup>) en la Unión Europea por parte de las sociedades que cotizan en bolsa<sup>59</sup>, siguiéndose, de este modo, las recomendaciones de la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO)<sup>60</sup>. Estas normas implican una armonización de la información financiera de las empresas que cotizan en bolsa<sup>61</sup>, con lo que se ven favorecidos tanto los inversores como los emisores que pueden ver facilitado su acceso a los mercados de otros Estados miembros.

17. En cuanto a las Directivas sobre los mercados de valores propiamente dichas, algunos autores proponen la distinción de varios grupos<sup>62</sup> y esta distinción nos parece adecuada, a pesar de que es difícil deslindar cuándo termina la segunda etapa y comienza la tercera. Podemos decir, que la Directiva 93/22/CEE se encuentra entre esas dos etapas, por ser la primera que incluye la noción de «licencia o pasaporte comunitario», pero teniendo aún elementos de la antigua regulación, como se verá más adelante. Esta clasificación en tres etapas nos permite observar las variaciones en cuanto a la técnica legislativa utilizada por el legislador comunitario con el fin de lograr los objetivos citados más arriba. En primer lugar, agruparíamos una serie de Directivas sobre las bolsas de valores aprobadas antes del Acta Única Europea (AUE) en vigor desde 1987. Más tarde, esas primeras Directivas fueron modificadas en aras del principio de reconocimiento mutuo y surge un segundo grupo de Directivas que estaría formado por aquellas que, en el marco de la libre circulación de capitales, la libertad de establecimiento y la libre prestación de servicios previstas en el Tratado de Roma, persiguen el establecimiento de un mercado único de los servicios financieros. Por último, en los últimos tiempos se han elaborado Directivas técnicamente más acabadas, que tratan de implementar la idea del «pasaporte o licencia única» que ya estaba en la Directiva 93/22/CEE de servicios de inversión, que cerraba la segunda etapa.

<sup>58</sup> A partir del 1 de abril de 2001, las Normas Internacionales de Contabilidad pasaron a llamarse Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)–*International Financial Reporting Standards* (IFRS).

<sup>59</sup> Reglamento 1606/2002/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (DOCE L 243, de 11 de septiembre de 2002). Este Reglamento exige que por cada ejercicio financiero que se inicie el 1 de enero de 2005 o posteriormente las empresas con cotización oficial que se rijan por el Derecho de un Estado miembro elaborarán, cumpliendo determinadas condiciones, sus cuentas consolidadas con arreglo a las Normas Internacionales de Contabilidad. Al respecto, *vid.* G. FERRARINI, «Pan-European Securities Markets: Policy Issues and Regulatory Responses», Centre for Law and Finance (CEDIF), WP 4-2002, págs. 31-33 [accessible in Internet y también en *European Business Organization Law Review* (EBOR), vol. 3, 2002]. Este Reglamento se completa mediante el Reglamento (CE) núm. 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad (DOUE L 261, de 13 de octubre de 2003, pág. 1). Concretamente, este Reglamento preveía la adopción de todas las NIC existentes a 14 de septiembre de 2002, a excepción de la NIC 32, la NIC 39 y las interpretaciones relacionadas con ellas. Recientemente, este último Reglamento se ha modificado por medio del Reglamento (CE) núm. 108/2006 de la Comisión, de 11 de enero de 2006, en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) 1, 4, 6 y 7, a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) 1, 14, 17, 32, 33 y 39 y a la Interpretación (CINIIF) 6 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (en DOUE L 24, de 27 de enero de 2006, al respecto *vid.* J. FERNÁNDEZ AGUADO, «Modificación del Reglamento comunitario por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad», *Derecho de los Negocios*, núm. 187, abril 2006, pág. 57).

<sup>60</sup> En la actualidad, la IOSCO es la principal organización financiera internacional que coordina la cooperación y el establecimiento de estándares mínimos en el ámbito de la regulación de los mercados de valores (*vid.* <http://www.iosco.org/>). Entre sus objetivos y principios de la regulación de los valores negociables son esenciales: a) la protección de los inversores; b) asegurar que los mercados son justos, eficientes y transparentes y c) la reducción del riesgo sistémico. En torno a esta organización y a los principios y objetivos que en relación con la regulación de los mercados de valores ésta propuso en 1998 puede verse K. LANNON, *Does Europe ...*, *op. cit.*, págs. 18 y ss.

<sup>61</sup> *Vid.* <http://europa.eu.int/scadplus/leg/es/lvb/l26040.htm>.

<sup>62</sup> *Vid.* D.W. ARNER, *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, pág. 20; M.G. WARREN, *European Securities...*, *op. cit.*, pág. 57.



18. Las técnicas de armonización utilizadas en cada uno de estos casos han sido diferentes. En la primera fase, las primeras Directivas armonizaban la normativa de forma muy detallada <sup>63</sup>. Ello dilataba las negociaciones entre los Estados miembros, por lo que la elaboración de normas era muy lenta <sup>64</sup>. Además, las Directivas iniciales, hoy ya derogadas <sup>65</sup>, se referían únicamente a los mercados bursátiles, en lugar de a los mercados regulados en general <sup>66</sup>. Siguiendo esta técnica se regularon, en un primer momento, el acceso a la cotización y las necesidades de información para la admisión de valores a la cotización oficial en una bolsa <sup>67</sup>. En este grupo podemos incluir también las Directivas sobre organismos de inversión colectiva <sup>68</sup> y la primera Directiva sobre *insider dealing* <sup>69</sup>.

**CUADRO 1.** *Directivas comunitarias sobre mercados de valores del primer grupo*

	<b>Modificaciones</b>	<b>Derogada por</b>
Directiva 79/279/CEE, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores	Directiva 82/148/CEE Directiva 88/627/CEE	Directiva 2001/34/CE
Directiva 80/390/CEE, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores a la cotización oficial en una bolsa	Directiva 82/148/CEE Directiva 87/345/CEE Directiva 90/211/CEE Directiva 94/18/CEE	Directiva 2001/34/CE
Directiva 82/121/CEE, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores.		Directiva 2001/34/CE
Directiva 85/611/CEE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.	Directiva 88/220/CEE Directiva 95/26/CE Directiva 2000/64/CE Directiva 2001/107/CE Directiva 2001/108/CE Directiva 2004/39/CE Directiva 2005/1/CE	
.../...		

<sup>63</sup> Vid. N. MOLONEY, *EC Securities...*, *op. cit.*, pág. 14; G. HERTIG, «Imperfect Mutual Recognition for EC Financial Services», *International Review of Law and Economics*, 14/1994, pág. 177.

<sup>64</sup> En palabras de HERTIG, «This was a painstaking and timeconsuming process», en «Imperfect Mutual...», *op. cit.*, pág. 177.

<sup>65</sup> Vid. Cuadro 1.

<sup>66</sup> FERRARINI atribuye esta limitación esencialmente a motivos históricos (vid. G. FERRARINI, «Securities Regulation...», *op. cit.*, pág. 271).

<sup>67</sup> Directiva 79/279/CEE, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores (referencia *supra* nota 53) y Directiva 80/390/CEE, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores a la cotización oficial en una bolsa (DOCE L 100, de 17 de abril de 1980).

<sup>68</sup> Directiva 85/611/CEE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (DOCE L 375, de 31 de diciembre de 1988, pág. 3).

<sup>69</sup> Directiva 89/592/CEE, sobre la coordinación de las normas relativas a las operaciones con información privilegiada (DO L 334, de 18 de noviembre de 1989, pág. 30).

.../...		
Directiva 88/627/CEE, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa		Directiva 2001/34/CE
Directiva 89/592/CEE, sobre la coordinación de las normas relativas a las operaciones con información privilegiada		Directiva 2003/6/CE

19. Posteriormente, sobre la base del principio de subsidiariedad, las Directivas se limitan a establecer unos estándares mínimos (son, por lo tanto, «Directivas de armonización mínima»). En la segunda fase, como ya hemos indicado, se puso el énfasis en el principio de reconocimiento mutuo<sup>70</sup>. Al final de esta etapa se formuló por primera vez la técnica del control por parte del Estado de origen. Se utiliza la noción de pasaporte único para los intermediarios financieros<sup>71</sup>.

A este segundo grupo, pertenecen Directivas tan significativas como la Directiva sobre el Folleto de Oferta Pública de Venta de valores negociables<sup>72</sup> y la Directiva sobre los servicios de inversión (más conocida como DIS)<sup>73</sup>, que para una parte de la doctrina ha sido la piedra angular de la regulación comunitaria sobre los mercados de valores<sup>74</sup>.

## CUADRO 2. Directivas comunitarias sobre mercados de valores del segundo grupo

	Modificaciones	Derogada
Directiva 89/298/CEE, por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables		Directiva 2003/71/CE
Directiva 93/6/CEE, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito	Directiva 2004/39/CE	
.../...		

<sup>70</sup> Como corresponde al impulso dado por la Comisión Europea, a instancias de su Presidente J. DELORS, a la técnica del reconocimiento mutuo en el *Libro blanco sobre la realización del mercado interior* de 1985 (vid. <http://europa.eu.int/scadplus/leg/es/lvb/l70000.htm>).

<sup>71</sup> Vid. E. FERRÁN, *Building an EU...*, op. cit., pág. 4.

<sup>72</sup> Directiva 89/298/CEE, de 17 de abril de 1989, por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables (DOCE 1989, L 124, pág. 8).

<sup>73</sup> Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DOCE L 141, pág. 27).

<sup>74</sup> Vid. E. FERRÁN, *Building an EU...*, op. cit., pág. 3; N. MOLONEY, *EC Securities...*, op. cit., pág. 24.

.../...		
Directiva 93/22/CEE, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables	Directiva 95/26/CE Directiva 97/9/CE Directiva 2000/64/CE Directiva 2002/87/CE	Directiva 2004/39/CE
Directiva 97/9/CE, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores		

20. El método de reconocimiento mutuo impulsado por la Unión Europea en la segunda fase de las Directivas sobre los mercados de valores también ha tenido sus manifestaciones en Norteamérica. Así, en 1991 <sup>75</sup>, se creó el *Multijurisdictional Disclosure System (MJDS)* de Estados Unidos y Canadá, que participa también de este principio, aunque de manera imperfecta. También se reconoce el principio de reconocimiento mutuo en los *Principios de la IOSCO para las Ofertas Transfronterizas y las Cotizaciones Iniciales de los Emisores Extranjeros* de 1998 <sup>76</sup>.

El modelo basado en el principio de reconocimiento mutuo y la cotización múltiple trata de reducir las exigencias de una oferta pública cuando el folleto ya ha sido autorizado conforme a la regulación de otro Estado o se ha cumplido con otros requisitos de la legislación del otro Estado, más vinculado con la sociedad, que se consideran suficientes <sup>77</sup>.

Así, como ya hemos dicho, en 1991 <sup>78</sup>, se creó el *MJDS* entre Estados Unidos y tres provincias de Canadá <sup>79</sup>, favorecido por las fluidas y estrechas relaciones entre estos dos Estados. El *MJDS* permite a emisores canadienses ofrecer públicamente o vender sus valores en Estados Unidos, utilizando para ello documentación preparada de conformidad con el Derecho canadiense y supervisada por las autoridades canadienses <sup>80</sup>. El sistema entronca con el modelo de reconocimiento mutuo en la medida que existe una posibilidad paralela para las empresas estadounidenses de ofertar y vender valores en Canadá utilizando la documentación que exige el Derecho estadounidense <sup>81</sup>. De este modo, a partir de una documentación única (con algunas limitaciones y necesidades de traducción), se producirían ofertas transfronterizas de valores en Estados Unidos y Canadá.

<sup>75</sup> En julio de 1991, la *CSA (Canadian Securities Administrators)* compuesta por la autoridad reguladora de cada una de las provincias de Canadá, adoptó el *MJDS*, a la vez que la *SEC* estadounidense lo adoptaba para los emisores canadienses.

<sup>76</sup> *1998 IOSCO International Disclosure Standards to be Applied in Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers-The 1998 IOSCO Disclosure Standards* (v. <http://www.iosco.org/>).

<sup>77</sup> *Vid.* M.M. BROWN/ A. PALEY, *Global Offerings of Securities*, Graham & Trotman/International Bar Association, 1994, pág. xv.

<sup>78</sup> *Multijurisdictional Disclosure and Modification to the Current Registration and Reporting System for Canadian Issuers, Securities Act Release Núm. 6902, Exchange Act Release Núm. 29, 354, 56 Fed. Reg. 30, 036* (1 de julio de 1991).

<sup>79</sup> *Vid.* A.N. LICHT, «International Diversity in Securities Regulation: Roadblocks on the Way to Convergence», *Cardozo Law Review*, 1998, pág. 228.

<sup>80</sup> *Securities Act Release 6092* (21 de junio de 1991); *56 Federal Regulations 30, 036* (1991). *Vid.*, por ejemplo, S.J. CHOI/ A.T. GUZMÁN, «The dangerous extraterritoriality...», *op. cit.*, pág. 231.

<sup>81</sup> *Canadian Securities Administrators, National Policy Statement 45*.

Originariamente, el *MJDS* comenzó como un intento de la *SEC* estadounidense de crear un sistema de ofertas multinacionales de valores en Estados Unidos, Gran Bretaña y Canadá<sup>82</sup>. Así, la *SEC* tomó inicialmente, como punto de partida, dos planteamientos posibles<sup>83</sup>. Por un lado, el denominado «*reciprocal approach*» de acuerdo con el cual cada país aceptaría el folleto elaborado en el otro país, del domicilio social del emisor, si dicho folleto cumplía unos requisitos mínimos. Por otro, el «*common prospectus approach*», que consistiría en desarrollar un folleto común que sería reconocido por las autoridades supervisoras de todos los Estados implicados. El resultado fue un híbrido de ambos sistemas, propuesto solamente por la *SEC* y la *Ontario Securities Commission* y la *Commission des valeurs mobilières du Québec*<sup>84</sup>. Finalmente, Gran Bretaña no se incorporó al proyecto por varios tipos de razones. En particular, cabe destacar, por un lado, que esto parecía incompatible con la aceptación por parte del Reino Unido del Acta Única Europea, y el compromiso de este país hacia la integración de los mercados financieros en el ámbito comunitario europeo. Por otra parte, también habrían pesado otras razones de carácter técnico, como la existencia de mayores diferencias en cuanto a los requisitos relativos al registro, contabilidad y auditoría de los emisores.

Por consiguiente, según lo afirmado hasta ahora, desde el punto de vista de su naturaleza jurídica, el *MJDS* no es un tratado internacional propiamente dicho<sup>85</sup>, sino que se trata de una serie de reglas administrativas nacionales paralelas que permiten simplificar los trámites de las OPVs transfronterizas. Así, las normas canadienses en torno al *MJDS* permiten OPVs de emisores con domicilio social en los Estados Unidos cumpliendo determinados requisitos que se comprueban a partir de documentos con información de la sociedad controlados por la *SEC*. Por su parte, la normativa estadounidense sobre el *MJDS* permite a los emisores canadienses cumplir determinadas exigencias de información y registro de los valores previstos en la legislación estadounidense mediante la aportación de documentos elaborados de acuerdo con la regulación canadiense<sup>86</sup>. En el *MJDS*, los estándares contables podían seguir tanto la regulación canadiense como la estadounidense, pero no la de las Normas Internacionales de Contabilidad.

El resultado ha sido solo moderadamente satisfactorio, en la medida en que el acceso por parte de las empresas canadienses a los mercados de Estados Unidos se ha visto incrementado en escasa medida, aunque es cierto que se estimuló el interés de parte de los emisores estadounidenses en los mercados canadienses<sup>87</sup>. Por este motivo, puede decirse que, al igual que en el caso de las primeras Directivas comunitarias, el *MJDS* no ha desarrollado en la práctica todo su potencial<sup>88</sup>. Como ha señalado

<sup>82</sup> Vid. *Facilitation of Multinational Securities Offerings, Exchange Act Release* Núm. 33-6568, 1985 SEC LEXIS 2074 (28 de febrero de 1985).

<sup>83</sup> Vid. D.W. ARNER, *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, pág. 15.

<sup>84</sup> Vid. *Multijurisdictional Disclosure, Exchange Act Release* Núm. 33-6841, 34-27055, 39-2217, 1989 SEC LEXIS 1377 (24 de julio de 1989).

<sup>85</sup> Vid. D.W. ARNER, «Globalisation of Financial Markets: an International Passport for Securities Offerings?», *International Lawyer*, pág. 1.551.

<sup>86</sup> Vid. las observaciones sobre ambas normativas y las respectivas referencias en ARNER, D.W.: *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, esp. págs. 15-16.

<sup>87</sup> Vid. D.W. ARNER, *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, pág. 17. Para disponer de más detalles sobre la regulación del *MJDS* y los requisitos del mismo puede leerse: H.S. SCOTT, «Internationalization of Primary Public Securities Markets», pág. 81 y ss., en <http://www.law.duke.edu/journals/63LCPScott>.

<sup>88</sup> Vid. D.W. ARNER, *Globalisation of Financial...*, *op. cit.*, pág. 1.551.

algún autor, parece más cómodo para un emisor estadounidense hacer un *Private Placement* para un pequeño grupo de inversores institucionales canadienses, que hacer uso del *MJDS*<sup>89</sup>. No obstante, pueden citarse algunas ofertas de compañías estadounidenses en Canadá siguiendo el *MJDS*, como la de Vigoro Corporation en septiembre de 1993 y la de Lafarge Corporation de octubre del mismo año.

21. Por su parte, en la Unión Europea, el principio de reconocimiento mutuo, tal y como se implementó en un primer momento, adolecía de importantes puntos débiles<sup>90</sup>: se incluía un gran número de excepciones y exclusiones, no se preveía ningún mecanismo institucional para la coordinación y ejecución del nuevo régimen y existían algunos puntos importantes sobre los que no había regulación comunitaria<sup>91</sup>. Por otra parte, por si esto fuera poco, se hizo patente que la realidad no reflejaba lo acertado del planteamiento inicial. Lo cierto es que las ofertas multijurisdiccionales que la normativa comunitaria quería impulsar, en la práctica, no se estaban produciendo. No obstante, tampoco creemos que deba hablarse de un fracaso total de la normativa armonizadora de la Unión. La aproximación de las legislaciones nacionales sí había contribuido, aunque indirectamente, a la interpenetración de los mercados de valores de los Estados miembros. La similitud en cuanto a las exigencias de información ha facilitado a los intermediarios la captación de clientes de distintos Estados miembros y se han favorecido otras vías de internacionalización de las OPVs que analizaremos en epígrafes subsiguientes<sup>92</sup>: las *International-Style Offerings* y la adquisición de valores que cotizan en bolsas extranjeras a través de empresas de servicios de inversión nacionales o incluso extranjeras, que prestan sus servicios de forma transnacional.

22. En una última etapa, se ha incrementado el alcance y la sofisticación de las normas comunitarias en esta materia<sup>93</sup>. Hay que tener en cuenta que la Comisión Europea tomó conciencia a finales de los años noventa de que la labor emprendida había sido insuficiente y del hecho indudable de que el sistema de reconocimiento mutuo para las ofertas públicas no había funcionado<sup>94</sup>.

### CUADRO 3. Directivas comunitarias sobre mercados de valores de tercera generación

	Modificaciones	Derogada
Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores	Directiva 2003/6/CE Directiva 2003/71/CE Directiva 2004/109/CE Directiva 2005/1/CE	
		.../...

<sup>89</sup> Vid. M. KOFFMAN/D.W. LEE, «Securities Offerings by U.S. Issuers in Canada: Selected Topics», *International Law Practicum*, 1996, pág. 14.

<sup>90</sup> Vid. M.G. WARREN, *European Securities...*, *op. cit.*, pág. 81.

<sup>91</sup> Por ejemplo, en esta fase la regulación no afectaba en absoluto a los eurovalores.

<sup>92</sup> Vid. *Infra* epígrafe 4.1.

<sup>93</sup> Vid. N. MOLONEY, *EC Securities...*, *op. cit.*, pág. 21.

<sup>94</sup> Comunicación de la Comisión «Servicios financieros: construcción de un marco de acción» («*Financial Services: Building a Framework for Action*»), documento COM (1998) 625, de 28 de octubre de 1998, págs. 1 y 9.

.../...		
Directiva 2002/65, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores		
Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero	Directiva 2005/1/CE	
Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)		
Directiva 2003/41/CE sobre la supervisión prudencial de los fondos de pensiones		
Directiva 2003/71/CE, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores		
Directiva 2004/25/CE, sobre ofertas públicas de adquisición de valores		
Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros		
Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado		

Ya hemos apuntado que la aprobación del tercer grupo de Directivas es el resultado del denominado PASF, aprobado por la Comisión Europea en junio de 1997, en Ámsterdam. El Plan preveía cuatro tareas estratégicas que debían implementarse en tres fases: elaborar normas más eficaces, eliminar distorsiones en los mercados, eliminar obstáculos a la integración de los mercados y producir un único mercado en beneficio de todos los ciudadanos de la Unión Europea. A partir de estas directrices, en 1998, se elaboró un plan de trabajo cuyo objetivo principal sería la integración de los mercados de servicios financieros<sup>95</sup>, principalmente como consecuencia de la introducción del euro. En el marco de dicho plan, se creó un Comité de expertos en 1999. El impulso de este Comité resultó decisivo, si bien, en varias ocasiones tuvo que rectificarse la fecha final del proceso, que en algunas

<sup>95</sup> Vid. Comunicación «Servicios financieros: construcción de un marco de acción», documento COM (1998) 625, de 28 de octubre de 1998 (vid. <http://www.europa.eu.int/scadplus/leg/es/lvb/124050.htm>) y Comunicación de la Comisión «Aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de acción», documento COM (1999) 232 final, de 11 de mayo de 1999 (vid. <http://www.europa.eu.int/scadplus/leg/es/lvb/124210.htm>).

ocasiones se fijó para el año 2003 <sup>96</sup> y, posteriormente, para el 2005. A los trabajos de este Comité se debe el Informe sobre la regulación de los mercados de valores (más comúnmente conocido como Informe *Lamfalussy* <sup>97</sup>) y su modelo de elaboración delegada de normas por la Comisión. Las principales conclusiones del Informe hacen alusión a la necesidad de revisar el proceso de elaboración de las normas sobre esta materia <sup>98</sup>, pues la forma en que se había llevado a cabo hasta ese momento era muy lenta y poco efectiva para lograr el objetivo de la integración de los mercados. De esta forma, se puso de manifiesto que, aunque existía un amplio consenso en relación a la necesidad de alcanzar los objetivos del PASF, los mecanismos de producción de la normativa existentes eran demasiado lentos, rígidos y complejos. La propuesta se basaba en la modificación del proceso de producción normativa de acuerdo con las siguientes pautas. Primero: la distinción entre varios niveles regulativos <sup>99</sup>. El primer nivel sería el de la adopción de los principios o de las decisiones de política legislativa, para el que se continuaría utilizando la Directiva. Un segundo nivel correspondería a medidas técnicas más detalladas que serían adoptadas por la Comisión en el marco de un procedimiento rápido. El tercer nivel sería el correspondiente al proceso de implementación que requiere una cooperación reforzada entre las autoridades reguladoras de los Estados miembros. Y, por último, el nivel cuatro comprendería un impulso más decidido por parte de la Comisión Europea a la ejecución de la normativa comunitaria. También responde a una de las propuestas del Informe *Lamfalussy* la creación del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) <sup>100</sup>. A este Comité se le han atribuido distintas funciones, tanto en el proceso de elaboración de normas del PASF, como en el desarrollo de prácticas de supervisión y en su implementación a escala europea. Para algunos, el Comité sería el germen de la futura autoridad supervisora de los mercados de valores comunitarios <sup>101</sup>.

Como ha señalado algún autor, es posible que las Directivas del PASF tampoco hayan cumplido plenamente con el ambicioso objetivo de integración de los mercados de valores que se habían marcado <sup>102</sup> (hoy por hoy no existe un mercado único de valores comunitario). Sin embargo, es necesario destacar que la tarea de armonización de legislaciones que estas normas comunitarias llevan

<sup>96</sup> El Consejo de la Unión Europea de Estocolmo de 2001, en sus conclusiones, establecía que las claves para lograr la integración de los mercados de valores debían estar implementadas para finales del año 2003.

<sup>97</sup> Informe emitido el 15 febrero de 2001. En julio de 2000, el Consejo, en su formación de ministros de economía y finanzas de los Estados miembros (ECOFIN) solicitó al Comité de expertos en la regulación de los mercados de valores europeos, dirigido por el barón Alexandre LAMFALUSSY –destacado miembro del banco central belga, reputado economista y antiguo presidente del Instituto Monetario Europeo–, que informara sobre el estado en el que se encontraban los mercados de valores y los servicios de inversión en cuanto a su nivel de integración y que propusiera mecanismos de regulación que incentivaran no sólo las alianzas entre bolsas, sino también una mayor convergencia y cooperación de los mercados. El Comité Lamfalussy emitió un informe provisional en noviembre de 2000 y un informe final en febrero de 2001.

<sup>98</sup> Vid. G. FERRARINI, «Securities Regulation...», *op. cit.*, págs. 248-249.

<sup>99</sup> Vid. por ejemplo, G. HERTIG/R. LEE, «Four Predictions about the Future EU Securities Regulation», enero 2003, pág. 5 y ss. (accesible en Internet). Estos autores se muestran bastante críticos en cuanto al posible éxito del proceso Lamfalussy. Una contestación a sus predicciones puede leerse en M. MCKEE, «The Unpredictable Future of the European Securities Regulation», abril 2003 (también en Internet).

<sup>100</sup> Más información al respecto, en la página web <http://www.cesr-eu.org/>. El antecedente inmediato de este Comité fue el *Forum of European Securities Commissions (FESCO)* creado en 1997 como una red que vinculaba a los supervisores de los mercados de valores de todo el Espacio Económico Europeo (al respecto, vid. K. LANNOO, *Does Europe need...», op. cit.*, pág. 36 y ss.).

<sup>101</sup> Vid., por ejemplo, M.G. WARREN, «The Harmonization...», *op. cit.*, esp. pág. 219.

<sup>102</sup> Se muestra bastante crítica E. FERRÁN en *Building an EU...», op. cit.*, (vid., entre otras, págs. 5, 6, 9).



aparejada ha contribuido a un importante incremento de la calidad de la normativa sobre mercados de valores de los Estados miembros <sup>103</sup>. Sobre todo, en temas tan esenciales para el funcionamiento eficiente de los mismos como la transparencia y la protección de los inversores, la actividad de los intermediarios financieros o la evitación del abuso del mercado. Por eso, resulta especialmente pertinente la afirmación de MOLONEY en cuanto a que las Directivas no han pretendido únicamente contribuir a la integración del mercado, sino que también operan –y ello no debe olvidarse a la hora de evaluar su éxito o fracaso– como instrumento para una regulación más adecuada y eficiente del mercado <sup>104</sup>. No obstante, ello no nos impide subrayar ciertas críticas, en las que ha insistido la doctrina más autorizada <sup>105</sup>, en cuanto a que la armonización emprendida por las Directivas comunitarias sobre el mercado de valores de momento ha sido insuficiente, y resulta anticuada para las cuestiones que plantean los mercados paneuropeos. Por ejemplo, las Directivas sobre Folletos no habrían impulsado las OPVs transfronterizas <sup>106</sup>. Las Directivas se centraban en los mercados oficiales y hacen excesivo hincapié en facilitar las cotizaciones múltiples, opción, que, como ya hemos señalado y como veremos a lo largo de este trabajo, no es la que han preferido los operadores. El principio de reconocimiento mutuo, por ejemplo en el caso del reconocimiento de folletos de las ofertas públicas de venta de valores, se mostró como un mecanismo excesivamente costoso para los emisores. El principal obstáculo para que estos se decantaran por la oferta multijurisdiccional era que las Directivas preveían que los Estados distintos del de origen en los que el emisor quisiera formular la oferta podían exigir a este la traducción del folleto y la inclusión de información adicional para los inversores locales, lo que aumenta significativamente los costes de transacción de una oferta transnacional <sup>107</sup>. Por eso, y a pesar de excepciones como las ofertas multijurisdiccionales emprendidas por *Deutsche Telekom* en 1999 y 2000 <sup>108</sup>, si acaso alguno quería o quiere efectuar una oferta múltiple suele optar por hacerlo en las plataformas paneuropeas <sup>109</sup>. En realidad, como ha señalado FERRARINI <sup>110</sup>, el *multiple listing* está siendo sustituido por el *multiple trading* en los mercados paneuropeos <sup>111</sup>. No obstante, en su intento de favorecer la cotización múltiple, las Directivas han abandonado el método del reco-

<sup>103</sup> De hecho, este es uno de los principales objetivos de toda la normativa comunitaria sobre instrumentos financieros. Así lo ha reconocido expresamente el legislador comunitario (*vid.*, por ejemplo, el Reglamento 1725/2003 por el que se adoptan determinadas NIIF de conformidad con el Reglamento 1606/2002, Considerando 4: «La existencia de normas de alta calidad que tratan sobre los instrumentos financieros –incluidos los derivados– es importante para el mercado comunitario de capitales»)

<sup>104</sup> *Vid.* N. MOLONEY, *EC Securities...*, *op. cit.*, 2002, pág. ix. Es sabido que, con carácter general, una de las funciones fundamentales de toda regulación de los mercados de valores es corregir fallos del mercado, que impiden una asignación eficiente de los recursos. En particular, aquellos fallos que derivan de la existencia de asimetrías de información y de las externalidades.

<sup>105</sup> En este sentido, *vid.* FERRARINI/HOPT/WYMEERSCH, *Capital Markets in...*, *op. cit.*

<sup>106</sup> A este respecto, *vid.* por ejemplo, los datos del Informe del *UK Treasury* sobre *Public Offers of Securities* en el que se pone de manifiesto el escaso número de ofertas públicas transfronterizas efectuadas, a pesar de los objetivos de las Directivas en vigor en esas fechas (*Her Majesty's Treasury, Public Offers of Securities* (1998) en <http://www.hm-treasury.gov.uk/pub/html/reg/posec.html>).

<sup>107</sup> E. FERRAN, *Building an EU...*, *op. cit.*, pág. 5; K. Lannoo, *Does Europe need...*, *op. cit.*, pág. 23.

<sup>108</sup> *Vid.* H. S. SCOTT, «Internationalization of Primary...», *op. cit.*, págs. 82-83.

<sup>109</sup> *Vid.* por ejemplo, G. FERRARINI, «Securities Regulation...», *op. cit.*, pág. 273. Como es sabido, las plataformas paneuropeas han surgido gracias a los avances tecnológicos, la implementación de la Directiva sobre servicios financieros y la introducción del euro como moneda única.

<sup>110</sup> *Vid.* G. FERRARINI, «Securities Regulation...», *op. cit.*, pág. 286.

<sup>111</sup> Así, en plataformas electrónicas, como Virt-x o Jiway.

nocimiento mutuo a favor del modelo del folleto común. Para la evaluación del modelo del pasaporte único de la Directiva de Folletos del 2003 aún es demasiado temprano. En todo caso, es posible que también fracase dada la posibilidad de utilizar las *International-style Offers* o de adquirir valores que coticen en mercados de otros Estados miembros a través de empresas de inversión que presen sus servicios de modo transfronterizo.

A la vista de estas conclusiones, parece acertada la opinión de aquellos que, sin negar la importancia que puede tener la armonización de las legislaciones sobre los mercados de valores, entienden que ésta debería centrarse en la eliminación de las externalidades negativas «*such as insider dealing, market manipulation and disturbances to clearing and settlement systems*»<sup>112</sup>.

23. A este respecto, también parece conveniente señalar que, a pesar de que, en principio, se partía de la distinción de dos modelos opuestos en cuanto a la técnica más adecuada para lograr la integración eficiente de los mercados de valores o al menos su interpenetración: el de la competencia de sistemas<sup>113</sup> y el de la armonización o aproximación de legislaciones y se optó por el segundo, lo cierto es que el tipo de armonización mínima que introducen las Directivas comunitarias ha seguido dejando margen a la competencia entre las regulaciones de los Estados miembros.

### 3.1. Análisis de la Directiva de Folletos.

24. La Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, que denominaremos Directiva de Folletos, ha tenido un largo proceso de elaboración<sup>114</sup>. Inspirada en las sugerencias del Foro de Comisiones Europeas de Valores (FESCO)<sup>115</sup> en su Informe de 20 de diciembre de 2000<sup>116</sup>, ha sido una de las primeras Directivas ajustada al Informe LAMFALUSSY<sup>117</sup> y pretende corregir los errores que han conduci-

<sup>112</sup> Vid. G. FERRARINI, «Securities Regulation...», *op. cit.*, pág. 286.

<sup>113</sup> Ardientes defensores de este modelo fueron en su momento, R. ROMANO, CHOI y GUZMÁN (*vid.*, por ejemplo, S.J. CHOI/A.T. GUZMÁN, «The dangerous extraterritoriality of American Securities Law», *Northwestern Journal of International Law and Business*, 1996, esp. pág. 232; R. ROMANO, «Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation», *Yale Law Journal*, 107/1998, pág. 2.359) Los dos últimos han suavizado sus posiciones en los últimos tiempos, pero sus teorías llegaron a ser calificadas de «antiarmonizadoras» por algún autor (*vid.* WARREN, G: *European Securities...*, *op. cit.*, págs. 1-2). También en contra de la competencia de sistemas puede verse: A.N. LICHT, «International Diversity...», *op. cit.*, esp. pág. 276.

<sup>114</sup> La Propuesta inicial se presentó el 30 de mayo de 2001 y no fue aprobada hasta el 4 de noviembre de 2003. Su redacción originaria ha sufrido varias modificaciones derivadas de las enmiendas propuestas por el Parlamento Europeo y por las posiciones planteadas por el Consejo. De hecho, no llegó a adoptarse una Posición Común y la Comisión se vio obligada a presentar una Propuesta Modificada, con fecha de 9 de agosto de 2002, en la que se incluían las principales modificaciones propuestas.

<sup>115</sup> Se trata del antecedente inmediato del Comité Europeo de Reguladores de Valores.

<sup>116</sup> Informe publicado el 17 de enero de 2001 con el título «A "European Passport" for Issuers».

<sup>117</sup> Como ya hemos señalado anteriormente, se trata de un procedimiento de comitología, en el que la Comisión es la que propone las medidas de ejecución, asistida por dos Comités, el Comité Europeo de Valores Mobiliarios y el Comité de Reguladores. La Directiva sería la que contendría los principios marco de la regulación. *Vid. Supra* núm. marg. 22. En este contexto,

do en la práctica al fracaso del modelo de reconocimiento mutuo consagrado en las Directivas de folletos y admisión de valores a cotización anteriores. Como se indica en los Considerandos de la Directiva 2003/71/CE, las Directivas 80/390/CEE sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores<sup>118</sup> y la Directiva 89/298/CEE, por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de venta de valores negociables<sup>119</sup>, habrían fracasado en su objetivo de facilitar las ofertas transfronterizas y la cotización múltiple, al introducir un mecanismo parcial y complejo de reconocimiento mutuo. Por ello, la Directiva de Folletos pretende adaptar y poner al día los textos normativos anteriores y agruparlos en un único texto. De esta forma se lograría una mayor integración de los mercados primarios de valores en la Unión Europea<sup>120</sup>. Su principal objetivo, como declara el artículo 1, es armonizar los requisitos para la elaboración, aprobación y distribución del folleto que debe publicarse cuando se ofertan al público o se admiten a cotización valores. Y a este objetivo se pretende dar cumplimiento en este caso a través de una única Directiva en la que se regulan tanto las ofertas públicas de valores, como la admisión de valores a cotización en el mercado secundario.

Se parte del principio de protección de los inversores que, en este ámbito, exige la elaboración de un folleto informativo. De ahí que el artículo 3.1 disponga «*Los Estados miembros no autorizarán ninguna oferta de valores al público dentro de su territorio sin publicación previa de un folleto*». Y así, mediante la armonización de la información contenida en el folleto se pretende proporcionar una protección equivalente para los inversores en el marco comunitario. Esta exigencia no es, sin embargo, necesaria cuando se trata de una oferta a inversores cualificados.

25. La Directiva no incluye una definición propia del término «*valores*», sino que se remite a estos efectos a la noción «*valores negociables*» contenida en la Directiva 93/22/CEE de servicios de inversión (DIS). Es decir, que se entenderá por valores, de acuerdo con el artículo 2.1 a) de la DIS «*las acciones y otros valores asimilables a acciones; las obligaciones y otros títulos de crédito negociables en el mercado de capitales y cualesquiera otros valores habitualmente negociados que permitan adquirir esos valores por suscripción o canje o den lugar a un pago en metálico*» (esta última sería una referencia a los *warrants*<sup>121</sup>). Quedan excluidos los instrumentos del mercado monetario [art. 2.1 a)]. Además, la Directiva establece que no se aplicará a los siguientes valores:

---

el 29 de abril de 2004, se aprobó el Reglamento 809/2004 de la Comisión, sobre la aplicación de la Directiva 2003/71/CE. El Reglamento desarrolla distintos aspectos relativos a los folletos de las ofertas públicas y destaca por contener los distintos modelos de folleto en función de los valores y del oferente.

<sup>118</sup> Una explicación en detalle de esta Directiva puede verse, entre otros, en M. IZQUIERDO, *Los mercados...*, *op. cit.*, págs. 84 y ss.

<sup>119</sup> Para una explicación detallada de esta Directiva puede verse, entre otros: M. IZQUIERDO, *Los mercados...*, *op. cit.*, págs. 137 y ss.

<sup>120</sup> J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La integración de los mercados...», *op. cit.*, pág. 292.

<sup>121</sup> Entendiendo por estos, como señala GARCÍA DE ENTERRÍA («La integración...», *op. cit.*, pág. 316): «*los valores que permiten al titular recibir un ingreso en metálico determinado por referencia a otros instrumentos, sobre todo valores transmisibles, divisas, tipos de interés o rendimientos, títulos sobre materias primas y otros índices o medidas*» (Considerando 12 de la Directiva).

- a) Las participaciones emitidas por organismos de inversión colectiva de tipo abierto. Estos quedan sometidos a su regulación específica.
- b) Los valores no participativos emitidos por un Estado miembro o por una de las autoridades locales o regionales de un Estado miembro, así como por los organismos públicos internacionales de los que formen parte uno o más Estados miembros y por el Banco Central Europeo (BCE) o por los bancos centrales de los Estados miembros.
- c) Las acciones de bancos centrales de los Estados miembros.
- d) Los valores incondicional o irrevocablemente garantizados por un Estado miembro o por una de las autoridades locales o regionales de un Estado miembro.
- e) Los valores emitidos por asociaciones con personalidad jurídica u organizaciones sin ánimo de lucro.
- f) Los valores no participativos emitidos de manera continua o reiterada por las entidades de crédito, siempre que no sean subordinados, convertibles o canjeables; no den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores y no estén ligados a un instrumento derivado; materialicen la recepción de depósitos reembolsables; estén cubiertos por un sistema de garantía de depósitos conforme a la Directiva 94/19/CE.
- g) Las acciones de capital cuya principal función sea facilitar al titular un derecho de ocupación de un bien inmueble o de una parte de él, siempre que no puedan venderse sin ceder dicho derecho.
- h) Los valores incluidos en una oferta cuyo importe total sea inferior a dos millones y medio de euros, cuyo límite se calculará con respecto a un período de doce meses. Esta exclusión tiene el propósito de facilitar las posibilidades de financiación de las pequeñas empresas eliminando el coste excesivo para ellas de la preparación y registro de un folleto informativo <sup>122</sup>.
- i) En determinadas condiciones, las *bostadobligationer* emitidas de forma reiterada por entidades de crédito en Suecia y cuyo principal objetivo sea conceder préstamos hipotecarios.
- j) Los valores no participativos emitidos de manera continuada o reiterada por entidades de crédito, cuando el importe total de la oferta sea inferior a cincuenta millones de euros, cuyo límite se calculará con respecto a un período de doce meses, a condición de que estos valores: no sean subordinados, convertibles o canjeables; no den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores y no estén ligados a un derivado.

26. Una de las principales faltas de la regulación anterior era, precisamente, la no inclusión de una definición de «oferta pública de valores». De tal manera que una operación podía ser considerada en un Estado como oferta pública y en otro como colocación privada <sup>123</sup>. Por ello, la Directiva ha optado por incluir una definición de *oferta pública de valores*. Entendiendo por tal: «una comunica-

<sup>122</sup> Vid. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La integración...», *op. cit.*, pág. 317.

<sup>123</sup> J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La integración...», *op. cit.*, pág. 300.

ción a personas de cualquier forma o por cualquier medio, que presente la información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofertan de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores». De este modo, se quiere lograr que las emisiones de valores queden sujetas a unos requisitos comunes en todos los Estados miembros, siendo el principal de ellos la obligación general de publicar con carácter previo un folleto informativo. De esta definición conviene destacar su flexibilidad en cuanto a la forma y medios que pueden utilizarse para realizar la apelación de ahorro al público <sup>124</sup>.

27. También se incluyen definiciones de los términos *valores participativos, inversores cualificados, pequeña y mediana empresa, entidad de crédito* –definición que en este caso se efectúa por remisión a la Directiva 2000/12/CE relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio <sup>125</sup>–, *emisor, oferente, mercado regulado, programa de oferta, valores emitidos de manera continuada o reiterada, Estado miembro de origen, Estado de acogida, organismo de inversión colectiva, unidades de un organismo de inversión colectiva, aprobación y folleto de base*.

28. De entre estas definiciones nos interesa, en este momento, destacar la de *inversores cualificados*, en la medida en que siendo estos los destinatarios de la oferta, esta no tendrá la consideración de oferta pública. En el artículo 1.2 de la Directiva se entiende por tales: las personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo las entidades de crédito, empresas de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, las empresas de seguros, los organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión, los fondos de pensiones y sus autoridades de gestión, los distribuidores autorizados de materias primas y las entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad corporativa sea invertir en valores. También se incluyen los gobiernos nacionales o regionales, los bancos centrales e instituciones nacionales o transnacionales, tales como el Fondo Monetario Internacional o el BCE. Asimismo, se prevé la posibilidad de que determinadas personas físicas que residan en un Estado miembro soliciten su consideración como inversores cualificados, y también pueden solicitarlo determinadas pequeñas y medianas empresas. Esta definición se asemeja a la de *accredited investor* del Derecho estadounidense <sup>126</sup>.

29. Otro elemento destacable de esta Directiva es que no limita su aplicación a las ofertas o las admisiones a cotización que tienen lugar en las «bolsas de valores» sino en cualquier mercado regulado. Esto también supone una novedad respecto de la normativa de las anteriores Directivas.

30. La nueva regulación tiene tres nociones claves: por un lado, la de «pasaporte único», idea que vendría a sustituir al sistema de reconocimiento mutuo que impulsaba la Directiva de 1989, y junto a ella las nociones de «Estado miembro de origen» y de «Estado miembro de acogida».

<sup>124</sup> Vid. M. VALMAÑA OCHAÍTA, «Distintos aspectos del régimen...», *op. cit.*, pág. 90.

<sup>125</sup> Vid. DOCE L 126 de 26 de mayo de 2000.

<sup>126</sup> Vid. al respecto, M. VALMAÑA OCHAÍTA, «Distintos aspectos...», *op. cit.*, pág. 92. Conforme a la *Securities Act* de 1933, se trataría de un inversor al que se le presumen conocimientos suficientes sobre cuestiones financieras, atendiendo principalmente a sus condiciones económicas.

Por *Estado miembro de origen* se debe entender: el Estado miembro del domicilio social del emisor o del oferente, o el Estado en el que los valores hayan sido o vayan a ser admitidos a cotización en un mercado regulado. Se trata, como dice el Considerando 14 de la Directiva, del Estado miembro mejor situado para regular al oferente o al emisor a efectos de la Directiva. Esta última definición es incluso aplicable a los emisores u oferentes de valores constituidos en un tercer país. En la propuesta de Directiva inicial de la Comisión por Estado miembro de origen tan solo se entendía el Estado miembro del domicilio social del oferente o del emisor. Se alegaban a favor de esta opción su sencillez y claridad, sobre todo en el caso de ofertas transnacionales. Esta regla permitiría centralizar toda la información relativa a un mismo emisor en una única autoridad nacional supervisora. Además, la competencia exclusiva de la autoridad del domicilio social hubiera permitido evitar el *forum shopping* en estos casos. Pero, a pesar de estas ventajas, no se optó por esta solución. Sobre todo se tuvo en cuenta la idea de que si el oferente lo que buscaba era la colocación de sus valores en un mercado extranjero, la atribución de competencia excluyente a la autoridad nacional del Estado de su domicilio podía perjudicarlo. De esta forma, además, los oferentes tienen la posibilidad de elegir la autoridad supervisora que ofrezca mayor capacidad técnica o especialización en función del tipo de valores al que se refiera la oferta <sup>127</sup>.

Por *Estado miembro de acogida* se entiende el Estado donde se hace la oferta pública o se pretende la admisión a cotización, cuando sea diferente del Estado miembro de origen.

31. El folleto es de presentación obligatoria en las OPVs. Puede constar de un único documento o de varios, pero, en todo caso, debe constar de un documento de síntesis o «Resumen» que es lo único respecto de lo que puede exigirse traducción en el Estado de acogida. Además, la autoridad del Estado miembro de acogida debe recibir un certificado de la autoridad competente del Estado miembro de origen que declare que el folleto se ha elaborado con arreglo a la Directiva. El resumen debe redactarse en un lenguaje no técnico y reflejará las características y los riesgos esenciales asociados con el oferente, los posibles garantes y los valores.

Si se opta por redactar el folleto en varios documentos estos deben dividirse en un documento de registro, una nota sobre los valores y una nota de síntesis (art. 5.3 de la Directiva). En el documento de registro constará la información relativa al emisor. Por su parte, la nota de los valores contendrá la información referida a los valores ofertados al público.

Con carácter general, los siguientes tipos de oferta no precisarán la publicación de un folleto:

1. En primer lugar, como ya hemos tenido ocasión de señalar, las ofertas realizadas a inversores cualificados. Se entiende que este tipo de inversores no debe estar cubierto por la misma protección que el inversor ordinario, no cualificado o no sofisticado. Al abandonar la figura tradicional de inversor «institucional» o incluso la de inversor «profesional», como ha puesto de manifiesto GARCÍA DE ENTERRÍA <sup>128</sup>, esta exención incluye los supuestos de

<sup>127</sup> Vid. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La integración...», *op. cit.*, pág. 336.

<sup>128</sup> En «La integración...», *op. cit.*, pág. 306.



emisiones dirigidas a sociedades de gran dimensión económica, e incluso a personas físicas que acrediten una especial cualificación en inversiones de valores negociables. Así, esta exención de la obligación de publicar un folleto, puede favorecer la realización de emisiones de forma más ágil con el fin de aprovechar determinadas oportunidades de mercado. Quedan de este modo también excluidos determinados mercados claramente institucionales, como es el caso del mercado de eurobonos.

2. En segundo lugar, estarían las ofertas dirigidas a menos de cien personas físicas o jurídicas por Estado miembro. Teniendo en cuenta que el techo en cuanto a la cuantía es bastante bajo, en la práctica esta otra exención tendrá bastante importancia. El escaso número de personas a las que iría dirigida esta oferta implicará además la no realización de esfuerzos planificados o generalizados de publicidad.
3. En tercer lugar, las ofertas dirigidas a inversores que adquieran valores por un mínimo de cincuenta mil euros por inversor, para cada oferta separada. En este caso, se atiende al desembolso mínimo exigido a cada inversor para poder participar en la oferta.
4. En cuarto lugar, las ofertas cuya denominación por unidad ascienda por lo menos a cincuenta mil euros. Aquí el elemento determinante es el precio nominal unitario de los valores integrantes de la oferta. Tanto la excepción anterior como esta se solapan en gran medida con la del carácter sofisticado del inversor<sup>129</sup>, porque solo a los inversores cualificados iría dirigida una oferta con un alto valor nominal o que exigiera un desembolso superior al fijado.
5. Y, por último, las ofertas de valores por un importe total inferior a cien mil euros, cuyo límite se calculará en un período de doce meses. En este caso, el motivo de la exención es de carácter práctico: se trataría de una oferta de escasa cuantía para la que se estimaría desproporcionado exigir la elaboración y registro de un folleto<sup>130</sup>.

Sin embargo, cualquier reventa ulterior de valores que hayan sido previamente objeto de uno o más de los tipos de oferta mencionados se considerará como una oferta separada.

Estas serían las exenciones para determinadas clases de ofertas. Además de ellas, la Directiva prevé otra serie de excepciones a la obligación de formular y publicar un folleto centradas en el tipo de valores. En primer lugar, estarían las operaciones de sustitución de acciones que no impliquen un aumento de capital. En segundo lugar, las operaciones de adquisición que se realicen a través de un canje de valores. Y, en tercer lugar, los valores emitidos o asignados en el marco de una fusión<sup>131</sup>. De todos modos, en los dos últimos casos los inversores deben disponer de un documento con una información equivalente a la de un folleto.

Además, el artículo 4.1 e) excluye las ofertas de valores a directores o empleados de una sociedad con valores cotizados y el artículo 4.1 d) a las de acciones repartidas o asignadas gratuitamente

<sup>129</sup> Vid. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La integración...», *op. cit.*, pág. 308.

<sup>130</sup> Vid. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La integración...», *op. cit.*, pág. 304.

<sup>131</sup> Vid. para estas exenciones el artículo 4 de la Directiva.



a los accionistas a través de un aumento o dividendo, siempre que esté disponible un documento que contenga información sobre el número y naturaleza de los valores y los motivos y pormenores de la oferta.

En los demás casos, las ofertas de valores tendrán la consideración de ofertas públicas, por lo que existirá obligación de elaborar y registrar un folleto informativo. En todo caso, el folleto debe contener toda la información que sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación con la suficiente información de los activos y pasivos, la situación financiera, los beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del oferente y de los que operen como garantes de la emisión (art. 5.1 de la Directiva). Esta información debe presentarse de forma que pueda analizarse fácilmente por los inversores. Por lo demás, la Directiva no concreta el contenido del folleto y se limita a facultar a la Comisión para que adopte «medidas detalladas de ejecución relativas a la información específica que debe figurar en el folleto».

De acuerdo con la Directiva, un folleto será válido durante doce meses después de su publicación para la oferta pública (art. 9.1), siempre que se complete con los suplementos correspondientes.

32. También se regula en la Directiva la publicidad relativa a la OPVs. En este sentido, el artículo 15 establece que la publicidad en torno a la oferta debe declarar que se ha publicado un folleto y dónde pueden obtenerlo los inversores. Además, se prohíbe toda publicidad engañosa o inexacta, por comparación con el contenido del folleto.

33. Por otro lado, en un suplemento del folleto deberá mencionarse cada nuevo factor significativo, error o inexactitud relativa a la información recogida en el folleto (art. 16). El suplemento debe ser aprobado o verificado por la autoridad competente de la misma forma que el folleto y deberá publicarse también por los mismos medios que se publicó este. Los inversores que hayan aceptado adquirir o suscribir valores antes de que se publique el suplemento al folleto tienen derecho a la retirada de su aceptación durante un plazo que no podrá ser inferior a los dos días hábiles. Además, la Directiva prevé la incorporación de parte del contenido del folleto por referencia, lo cual sí supone una novedad respecto de Directivas anteriores<sup>132</sup>. Con ello, se reducen los costes de elaboración del folleto, al no tener que reproducir información que se ha hecho pública ya por otros motivos, como las cuentas anuales, información financiera periódica, etc.

34. El denominado «pasaporte único» consiste en que bastará la aprobación del folleto por parte del Estado miembro de origen del oferente para realizar la oferta en varios Estados miembros sin que exista la posibilidad de que estos impongan requisitos adicionales para su aprobación. Así, la aprobación por la autoridad del Estado miembro de origen se equipara al acto por el que dicha autoridad concluye que el folleto es completo, comprensible y contiene información coherente. Será necesario que se efectúe una notificación respecto de la validez de la oferta a las autoridades competentes de cada Estado miembro. A este respecto, es fundamental la idea reflejada en el artículo 17.1 *in fine* de la Directiva: que «Las autoridades competentes de los Estados miembros de acogida se

<sup>132</sup> Al respecto, *vid.* J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La integración...», *op. cit.*, pág. 329.

*abstendrán de someter los folletos a aprobación o procedimiento administrativo alguno*». Eso sí, es necesario que la autoridad competente del Estado de origen, a petición del emisor o de la persona responsable de la redacción del folleto, remita a la autoridad competente de los Estados miembros de acogida un certificado de aprobación que atestigüe que el folleto se ha elaborado de conformidad con la Directiva, junto con una copia del mismo. Si es preciso, la certificación y la copia del folleto se acompañarán de la traducción del Resumen a la que ya nos hemos referido.

35. En cuanto al idioma del folleto, este se redactará en una lengua aceptada por las autoridades del Estado miembro de acogida o bien en un idioma habitual en el ámbito de las finanzas internacionales, por ejemplo, en inglés. Lógicamente, si la oferta también va a efectuarse en el Estado miembro de origen, deberá redactarse también en una lengua aceptada en dicho Estado o en un idioma habitual en las finanzas internacionales. De hecho, lo que hace el legislador comunitario es distinguir tres situaciones:

- 1.<sup>a</sup> Si la oferta se efectúa solo en el Estado miembro de origen = redacción en una lengua admitida en dicho Estado o en una lengua habitual en las finanzas internacionales.
- 2.<sup>a</sup> Si la oferta no se efectúa en el Estado miembro de origen, sino en uno o varios Estados de acogida: es necesario redactar el folleto en una lengua admitida en estos Estados o habitual en las finanzas internacionales.
- 3.<sup>a</sup> Si la oferta se efectúa además de en el Estado de origen en uno o varios Estados de acogida. En este caso, además de la redacción en una lengua aceptada en el Estado miembro de origen o en un idioma habitual en las finanzas internacionales, se debe redactar en una lengua aceptada en el Estado de acogida. En todo caso, solo puede obligarse al oferente a traducir a una lengua oficial del Estado de acogida la nota de síntesis o Resumen.

Esta cuestión de la traducción, que en principio puede parecer un tanto prosaica, puede ser un obstáculo añadido al lanzamiento de ofertas multijurisdiccionales y probablemente es uno de los factores que contribuyeron al fracaso de la anterior normativa<sup>133</sup>. De ahí la flexibilización que ha querido hacer el legislador comunitario de este requisito<sup>134</sup>. Los Estados de acogida, de acuerdo con las Directivas anteriores, que como hemos dicho ya en otro lugar responden al principio de reconocimiento mutuo, podían exigir tanto la traducción de la documentación del folleto, como la inclusión de informaciones específicas para ese país o para el mercado de que se tratase (como puede ser información relativa al régimen fiscal de los valores, a las entidades que garantizan la oferta en ese país y la publicidad dirigida a los inversores en ese país). Todo ello implica unos costes que han dificultado el funcionamiento de la normativa anterior. Y decimos esto a pesar de que algunas entidades sí ofertaron sus valores en España siguiendo este modelo de reconocimiento mutuo, como *Deutsche Telekom* en junio de 1999 y mayo de 2000, *European Aeronautic Defence and Space Company* (EADS) en

<sup>133</sup> Vid. por ejemplo, von Kopp-Colomb/Lenz, «Der europäische Pass für Emittenten», *AG*, 1/2002, pág. 25. La flexibilización del modelo anterior de reconocimiento mutuo era uno de los principales objetivos a los que se refirió el Informe del FESCO en su informe de 17 de enero de 2001 titulado «A "European Passport" for Issuers» (ref. Fesco/00-138b).

<sup>134</sup> Afirma el propio texto de la Directiva.

junio de 2000 o *KPN* en noviembre de 2000. Lo que ahora se pretende precisamente es abandonar el modelo anterior decantándose por el denominado «pasaporte europeo» en el que valdría una mera notificación <sup>135</sup> por parte de la autoridad competente del Estado de origen, similar al que se utiliza en la prestación de servicios financieros. Así, el folleto tendría eficacia directa en todos los países comunitarios, sin que las autoridades competentes de los Estados de acogida puedan someter la oferta a requisitos administrativos adicionales. La flexibilización en cuanto al idioma es un elemento más del sistema del pasaporte único comunitario que suaviza las exigencias al emisor que pretende realizar ofertas de valores transfronterizas.

36. La Directiva también contempla la posibilidad de que un Estado miembro opere como Estado de origen de entidades domiciliadas en un tercer Estado. En este caso, la oferta puede realizarse conforme a la legislación de ese tercer Estado, siempre que:

- El folleto se haya elaborado de acuerdo con la normativa internacional de las organizaciones internacionales de las comisiones de valores. Básicamente, de la IOSCO.
- Los requisitos de información sean equivalentes a los de la Directiva.

37. Por otro lado, de acuerdo con el artículo 23 de la Directiva, se han previsto unas *medidas preventivas* que consisten en que la autoridad competente del Estado miembro de acogida deberá alertar a la autoridad competente del Estado miembro de origen si observa que el oferente o las entidades financieras responsables de la oferta han cometido irregularidades o violaciones de las obligaciones del emisor. Si a pesar de las medidas que se adopten por parte del Estado de origen el oferente persiste en la violación de las disposiciones legales o reglamentarias de que se trate, la autoridad competente del Estado miembro de acogida, tras informar a la autoridad competente del Estado de origen, adoptará las medidas que considere oportunas para la protección de los inversores. La Comisión Europea debe ser informada de tales medidas.

38. La Directiva se acompaña de varios modelos de los documentos que integran un folleto informativo (Anexos I a IV).

39. Se prevé, asimismo, en el artículo 31 de la Directiva la posibilidad de revisarla en un plazo de cinco años y una vez evaluada su aplicación práctica. De esta forma, se podrán tomar medidas si finalmente el sistema del «pasaporte único» no funciona en la práctica, como ya hemos dicho que ha ocurrido con el sistema de reconocimiento mutuo de las anteriores Directivas sobre

<sup>135</sup> Así se cumple con lo que propuso el FESCO en su informe de 17 de enero de 2001 antes citado («*In order to make proposals to facilitate cross-border offerings by European companies and ensure high standards of information disclosure, FESCO has drawn up appropriate criteria to establish a system whereby the set of documents reviewed by home country/primary listing authority would be considered valid in other jurisdictions subject only to a notification to the host State regulator*»... «*In this report, FESCO members agree to substitute the process of mutual recognition with one based on simple notification*»).

Folletos y admisión a cotización de valores. Lo que parece claro es que hay un elemento que va a ser fundamental para el éxito del sistema: la colaboración entre organismos supervisores de los Estados miembros <sup>136</sup>.

40. La Directiva ha sido objeto de transposición al ordenamiento jurídico español a través del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, que ha modificado el Título III de la Ley del Mercado de Valores 24/1988, de 28 de julio (LMV). En cuanto a la normativa de desarrollo de los artículos 25 y siguientes de dicha ley, cabe destacar el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, en materia de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales, de ofertas pública de venta y suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Este real decreto ha dejado sin efecto la normativa de desarrollo de la LMV sobre emisiones y ofertas de valores anterior. En este sentido, el Real Decreto 1310/2005 ha derogado expresamente el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, denominado comúnmente real decreto de emisiones. Asimismo, se ha dictado la Orden 3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Esta orden deroga la normativa de desarrollo del anterior real decreto de emisiones. En particular la Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992, así como la Circular 2/1999, de 22 de abril, por la que se aprobaban determinados modelos de folletos de utilización en emisiones u ofertas públicas de valores.

#### 4. OTRAS FORMAS DE CAPTAR CAPITAL MÁS ALLÁ DEL MERCADO LOCAL

##### 4.1. Las *International-Style Offers*.

41. Una de las razones por las que, en la práctica, no se ha recurrido más a los mecanismos para poner en marcha OPVs transnacionales y a la cotización múltiple de los valores, es la posibilidad de formular ofertas públicas de venta de forma internacional (= las denominadas *International-Style Offerings*) <sup>137</sup>. Una oferta de tipo internacional es la que se efectúa en el mercado doméstico, pero contiene un tramo internacional, destinado a inversores institucionales europeos (= tramo paneuropeo) o bien abierto a inversores institucionales del resto del mundo <sup>138</sup>.

Es sabido que mediante los tramos de la oferta pública de venta lo que hace el oferente o emisor de los valores es buscar un equilibrio adecuado entre los pequeños accionistas «los minoristas», y los inversores institucionales. En cuanto a estos segundos, suele situarse un tramo internacional y

<sup>136</sup> En este sentido, *vid.* M. VALMAÑA OCHAÍTA, «Distintos aspectos...», pág. 99.

<sup>137</sup> *Vid.* por todos, H.E. JACKSON/ E.J. PAN en «International Securities Markets...», *op. cit.*, págs. 655 y 681.

<sup>138</sup> *Vid.* al respecto, D.W. ARNER, «Globalisation of Financial...?», *International Lawyer*, pág. 1.584.

de esa forma se llega a los inversores extranjeros sin necesidad de salir del propio mercado o de aquel mercado que una empresa domiciliada en un tercer Estado considere más adecuado para sus intereses empresariales. No hace falta, por lo tanto, lanzar la oferta en otros Estados para que pueda captarse capital extranjero.

Desde este punto de vista, por lo tanto, las OPVs pueden clasificarse del siguiente modo. En primer lugar, habría ofertas locales (o nacionales), dirigidas solamente a los inversores locales. En segundo lugar, ofertas extranjeras formuladas por emisores extranjeros que se dirigen a los inversores nacionales. En tercer lugar, las ofertas internacionales que tienen lugar en los euromercados. En cuarto lugar, las *International-Style Offerings* que es como se denomina a las ofertas nacionales que incluyen tramos internacionales, a las que se refiere este epígrafe. Las denominadas *Global Offerings* serían en realidad una sucesión de ofertas domésticas y extranjeras para inversores locales de diferentes Estados. Ya hemos dicho en otro lugar<sup>139</sup> que este tipo de ofertas, a nivel mundial, son solamente un ideal y a nivel regional o transatlántico son muy poco numerosas y muy costosas. Por último, cuando se habla de *Internet Offerings* se hace referencia al tipo de plataforma que se utiliza para la oferta, pudiendo ser esta tanto doméstica como *International-Style*<sup>140</sup>.

Estas ofertas de forma internacional (*International-Style*), son muy comunes en la práctica, entre otras razones, porque eliminan la necesidad de cumplir con los requisitos de información de otros mercados, en particular, de los Estados a los que pertenecen los inversores extranjeros a los que se dirige el tramo internacional de la oferta. Así, si tomamos los resúmenes de los folletos de algunas de las compañías que han lanzado OPVs en España en los últimos tiempos, muchas de ellas cuentan con un tramo internacional. Por poner algunos de ejemplos, podemos incluir aquí la oferta de Inditex, la de Tele 5, la de Cintra, la de Corporación Dermoestética, la de Técnicas Reunidas o la de Clínicas Baviera. Así, por ejemplo, la OPVs de Inditex, que tuvo lugar el 25 de abril de 2001, puede calificarse como una oferta doméstica porque se efectuó en el mercado español, pero tenía un tramo dirigido a personas físicas o jurídicas residentes en España cualquiera que fuese su nacionalidad y otro a personas físicas o jurídicas no residentes en España con nacionalidad de uno de los Estados miembros de la Unión Europea o Islandia, Noruega o Andorra. Otro ejemplo, entre tantos, es el de la OPV de TPI (páginas amarillas), oferta que tuvo lugar el 7 de junio de 1999. En este caso la oferta iba dirigida a personas físicas y jurídicas residentes en España o algún Estado de la Unión Europea, Islandia o Noruega. Más reciente es la OPV de Corporación Dermoestética que, como ya hemos indicado, también incluía un tramo internacional.

No obstante, aunque como ya hemos señalado, no es preciso cumplir con los requisitos de información, ni preparar la documentación de los Estados a cuyos inversores institucionales vaya dirigida la oferta *International-Style*, sí se prepara documentación informativa, de acuerdo con la regulación del Estado de origen del oferente, para los inversores institucionales de otros Estados. Además, típicamente esta documentación informativa se redacta en inglés. En la preparación de esta

<sup>139</sup> Vid. núm. marg. 4.

<sup>140</sup> Esta clasificación puede leerse en D.W. ARNER, «Globalisation of Financial...», *op. cit.*, pág. 1.584 y ss.

documentación parece clara la influencia de las reglas de información de Estados Unidos <sup>141</sup>. Los inversores institucionales europeos están acostumbrados a ver documentos que cumplen los requisitos de información estadounidenses y demandan este tipo de información. Sin embargo, en el caso de los bonos no ocurre lo mismo, probablemente porque están acostumbrados a los menores niveles de información de los euromercados. Además, las entidades que asesoran en este tipo de ofertas públicas son normalmente bien bancos norteamericanos o firmas europeas cuyo personal está entrenado en las prácticas bancarias americanas.

#### 4.2. La adquisición en el mercado secundario de valores que cotizan en el extranjero a través de una empresa de servicios de inversión nacional o extranjera.

42. Como han destacado JACKSON Y PAN <sup>142</sup>, a pesar de los diversos intentos de la Unión Europea, lo cierto es que tanto las ofertas transnacionales de valores como la cotización múltiple son operaciones poco difundidas <sup>143</sup>. En el momento en que estos autores efectuaron su estudio, pudieron constatar que no se estaba haciendo un uso habitual de los mecanismos que con ese fin las Directivas comunitarias pretendían propiciar. Cuando se elaboraron esas primeras Directivas, en los años ochenta del siglo XX, se asumía, por ejemplo, que si una entidad quería captar inversores británicos para sus acciones tenía que cotizar en la Bolsa de Londres. Pero la estructura del mercado cambió y una de las principales razones para ello, según el estudio de estos dos autores, es el funcionamiento de la Directiva 93/22/CEE, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DIS), hoy en día derogada por la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros. El objetivo de esta Directiva, como lo fue también en el caso de la Directiva de coordinación bancaria <sup>144</sup>, era principalmente coadyuvar a la creación del mercado único europeo <sup>145</sup>. Así, al facilitar la prestación transfronteriza de los servicios de inversión permitió a los inversores minoristas adquirir <sup>146</sup> valores que cotizan en un mercado extranjero a través de un *broker*, tanto local como extranjero. A través de esta Directiva, se permite que, por ejemplo, un pequeño inversor británico pueda comprar acciones de una empresa española dando una orden en este sentido a un *broker* inglés con acceso remoto a la Bolsa de Madrid. Eso sí, también conviene poner de manifiesto que en Europa se ha operado preferentemente a través de los bancos, que actúan, bien a través de un establecimiento

<sup>141</sup> Vid. H.E. JACKSON/E.J. PAN, «Regulatory Competition...», *op. cit.*, pág. 686.

<sup>142</sup> H.E. JACKSON/E.J. PAN, «Regulatory Competition...», *op. cit.*, pág. 654: «Eventhough EU directives authorize European issuers to utilize disclosure documents prepared in accordance with an issuer's home country laws to access capital markets in other member states, very few European issuers are taking advantage of this authority», tb. págs. 676-677. Vid. también J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «La integración...», *op. cit.*, pág. 293.

<sup>143</sup> De la cotización múltiple hacían uso, según los datos que vierten los estudios de JACKSON y PAN, entre cinco y diez compañías al año.

<sup>144</sup> Segunda Directiva 89/646/CEE del Consejo, de 15 de diciembre de 1989, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, DOCE L 386, de 30 de diciembre de 1989.

<sup>145</sup> Vid. R. DALE, «The Regulation of Investment Firms in the European Union (Part 1)», *JIBL*, 9/1994, pág. 394.

<sup>146</sup> H.E. JACKSON/E.J. PAN, «Regulatory Competition...», *op. cit.*, esp. pág. 677.

bien sobre la base de la libre prestación de servicios, en mayor medida que a través de los propios mercados de valores <sup>147</sup>.

Todo esto pone de manifiesto que incluso aunque las bolsas europeas no logren fusionarse, y a pesar del aparente fracaso de las ofertas globales y las cotizaciones múltiples, así como del elevado coste que supone el lanzamiento de *Global Shares*, es posible la europeización si quienes prestan servicios de inversión pueden acceder a las principales bolsas desde sus Estados de origen <sup>148</sup>.

Una de las finalidades de la ley española sobre el mercado de valores fue precisamente transponer al ordenamiento jurídico español las disposiciones de la Directiva 93/22/CEE sobre servicios de inversión, la denominada DIS. Esta Directiva facilita la posibilidad de que las firmas extranjeras que proveen servicios de inversión puedan operar en España y viceversa, que las agencias y sociedades de valores españolas, así como las sociedades gestoras de carteras, presten sus servicios fuera de España.

En el marco de los servicios financieros, se reflejan las tres etapas a las que ya nos hemos referido con carácter general al hablar de las Directivas sobre el mercado de valores. Así, por ejemplo, HERTIG <sup>149</sup> ha distinguido un primer momento, en el que se utilizaba la técnica del trato nacional; un segundo período en el que se intenta implementar el principio de reconocimiento mutuo y una tercera etapa a la que él denomina de reconocimiento mutuo «imperfecto» por confluir aspectos del reconocimiento mutuo con otras técnicas. Se trata de la fase del pasaporte único o la licencia única, que es el eje de la Directiva 93/22/CEE.

Las entidades extranjeras del Espacio Económico Europeo, a partir de la incorporación de la DIS, tenían varias posibilidades para operar en el mercado español <sup>150</sup>. En primer lugar, estableciendo una sucursal en España, con la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda español a propuesta de la CNMV. En segundo lugar, mediante una sociedad filial española, sin requerir autorización previa del Ministerio o de la CNMV. En tercer lugar, prestando servicios de forma transfronteriza sin necesidad de ningún tipo de autorización. Esto facilita que los inversores españoles puedan adquirir valores en el extranjero, bien adquiriendo directamente acciones en una OPV, o bien indirectamente adquiriendo las acciones en el mercado secundario.

Si se opta por establecer una filial en España o por prestar los servicios en el mercado español sin crear una filial, la sociedad o agencia de valores debe cumplir con la normativa española, del mismo modo que cualquier otra empresa de servicios de inversión, para llevar a cabo este tipo de actuaciones.

<sup>147</sup> Vid. N. MOLONEY, *EC Securities...*, *op. cit.*, pág. 77.

<sup>148</sup> Vid. G. FERRARINI, «Securities Regulation...», *op. cit.*, pág. 243.

<sup>149</sup> Vid. G. HERTIG, «Imperfect Mutual Recognition for EC Financial Services», *International Review of Law and Economics*, 14/1994, págs. 177-186.

<sup>150</sup> Vid. L. DE CARLOS/G. NÚÑEZ, «Spain: New Securities Market Law Implementation of the Investment Services Directive», *Issues and Trading in Securities*, vol. 7, núm. 1, septiembre 1999, pág. 8.



Las sociedades de valores de terceros Estados también pueden prestar sus servicios en España. Bien a través del establecimiento de una sucursal del mismo modo que en el caso anterior. Es decir, con la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, previa propuesta de la CNMV. A través de una filial en España, autorizada por el Ministerio de Economía y Hacienda previa propuesta de la CNMV. O bien, prestando sus servicios en España, con la misma autorización que en los dos supuestos anteriores. En este caso, respecto de las dos últimas formas, la autorización puede ser denegada por razones prudenciales si no existe reciprocidad. Esto es, si en el Estado de origen de la entidad solicitante las empresas de servicios de inversión españolas no están autorizadas a realizar el mismo tipo de actividades.

Por lo tanto, podemos afirmar que la DIS liberalizó el acceso a las bolsas de valores y a los mercados de instrumentos financieros de los Estados miembros de acogida para las empresas de inversión autorizadas a prestar servicios correspondientes en su Estado miembro de origen. Como ha afirmado M. CASTILLA, la DIS consagró el principio de desconcentración de la negociación de valores en los Estados miembros <sup>151</sup>. La Directiva se aplicaba a todas las empresas de inversión. La supervisión de este tipo de entidades se dejaba en manos de las autoridades de los Estados miembros de origen (art. 8.3), que tenían que velar por:

- Que la empresa de inversión contase con recursos financieros iniciales suficientes para ejercer las actividades que se ha propuesto llevar a cabo.
- Que las personas que dirigían estas empresas eran lo suficientemente acreditadas y expertas.
- Que los titulares de participaciones cualificadas eran personas idóneas.

La solicitud de autorización debía ir acompañada de un plan de actuación y los Estados miembros disponían de seis meses para decidir, a contar desde la fecha de presentación de la solicitud (art. 3.5).

Las modificaciones que se propongan respecto a las participaciones cualificadas en una empresa de inversión debían ponerse en conocimiento de las autoridades de supervisión, para que estas pudieran evaluar si los nuevos socios o accionistas reunían las condiciones adecuadas.

El punto de partida de la Directiva era la idea del «pasaporte único» comunitario. De tal manera que los Estados miembros de acogida debían permitir a las empresas de inversión de otros Estados miembros ejercer en su territorio aquellas actividades para las que estén autorizadas en el Estado de origen. En particular, mediante la apertura de una sucursal o en régimen de prestación de servicios sin necesidad de contar con una sucursal. Ello implica que los Estados miembros de acogida no pueden supeditar la apertura de una sucursal o la prestación de servicios a la obtención de una nueva autorización o medida de efecto equivalente <sup>152</sup>.

<sup>151</sup> *Regulación y competencia...*, *op. cit.*, por ejemplo, en págs. 22, 76 y 146.

<sup>152</sup> *Vid.*, por ejemplo, E. FERNÁNDEZ MASÍA, «Prestación transfronteriza de servicios de inversión y normas de conducta aplicables», *RDBB*, núm. 84, 2001, pág. 93.

La definición de «Estado de origen» y «Estado de acogida» se encontraban en el artículo 1 de la Directiva, en los números 6 y 7. Así, por «Estado miembro de origen» debía entenderse, en este caso: primero, cuando la empresa de inversión fuese una persona física, el Estado miembro en el que dicha persona tenga una administración central; segundo, cuando la empresa de inversión fuese una persona jurídica, el Estado miembro donde tenga su domicilio social. Por «Estado miembro de acogida» había que entender aquí aquel Estado en el que una empresa de inversión tenga una sucursal o preste sus servicios.

43. Parece importante destacar que la DIS reflejaba en algunos puntos postulados del modelo de sede real, en cuanto a la ley aplicable a las sociedades. En este sentido, su artículo 3.2 establecía que los Estados miembros exigirían a las empresas de inversión que fuesen personas jurídicas y que tuvieran su domicilio social conforme a su Derecho nacional, que tuvieran su administración social en el mismo Estado en el que tuvieran su domicilio social.

Por otro lado, la Directiva realizaba una armonización mínima de ciertos requisitos relacionados con la autorización y la supervisión, por lo que responde al esquema armonización mínima más principio de control por el Estado miembro de origen. Este principio del *home country control*, aparece no obstante atemperado por la obligación de cumplir las reglas de conducta en la negociación del Estado de acogida <sup>153</sup>.

44. La Directiva 93/22/CEE quedó derogada a partir del mes de abril de 2006 por la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros. Esta Directiva pretende adecuarse a la evolución actual de los mercados financieros y tiene la ventaja de establecer un marco regulador general que regula las transacciones de los inversores en las bolsas, los demás sistemas de negociación y las empresas de servicios de inversión, bajo un régimen de «pasaporte único». De nuevo, se trata del esquema armonización mínima más principio de control por el Estado miembro de origen. Esta Directiva nos proporciona una definición de «Estado miembro de origen» y «Estado miembro de acogida» muy similar a la de la DIS, pero elimina la necesidad de que coincidan el domicilio social y la administración central de las empresas de servicios de inversión.

## 5. CONCLUSIONES

45. Las OPVs, como ha destacado la doctrina, son una técnica de difusión entre el público de valores negociables, pero son además una operación societaria que entronca con la transformación de una sociedad cerrada en una sociedad abierta –la OPV puede implicar una cesión de control–. Por ello, debemos distinguir los aspectos societarios de este tipo de operaciones, que se regirán por su *lex societatis*, de los aspectos que afectan al Derecho de los mercados de valores. Estos últimos, consistentes básicamente en la necesidad de publicar un folleto informativo sobre el emisor, su situación financie-

<sup>153</sup> Vid. CASTILLA CUBILLAS, M: *Regulación y competencia...*, *op. cit.*, pág. 169; FERNÁNDEZ MASIÁ, E: *Prestación transfronteriza...*, *op. cit.* y HERTIG, G: «Imperfect Mutual Recognition...», *op. cit.*, págs. 177, 181 y 184.

ra y sobre los valores en cuestión, se rigen, o al menos así subyace en las Directivas comunitarias, por la ley del mercado en el que se realiza la oferta.

46. La internacionalización de las OPVs puede producirse por diversos factores. En primer lugar, por el carácter transnacional del mercado en el que se opera, ya se trate de un euromercado o bien de un mercado resultante de una fusión o de la coordinación entre varias plataformas nacionales. En el ámbito comunitario, se han producido diversos intentos de fusionar los mercados bursátiles nacionales, pero solo algunos de ellos han tenido éxito. Este es el caso de Euronext que en los últimos tiempos se ha fusionado con la *New York Stock Exchange*.

47. Teniendo en cuenta que el punto de partida de nuestro sistema es la aplicación a las OPVs de la normativa del mercado de la oferta, una oferta transfronteriza llevaría aparejada la necesidad de cumplir con los requisitos, básicamente de información a los inversores minoristas, de los distintos mercados en los que se lanzase la oferta. Este tipo de operaciones son excesivamente costosas, por lo que, desde hace décadas se ha intentado facilitarlas en el ámbito comunitario. De esta forma se ha intentado tender a la creación de un mercado de valores comunitario integrado. Las primeras Directivas sobre Folletos se apoyaban en el principio de reconocimiento mutuo de los folletos informativos. Pero, se puede concluir que no han alcanzado el éxito esperado, principalmente, porque exigían la redacción de los folletos tanto en la lengua del Estado de origen, como en la del Estado o Estados de acogida, así como completar la documentación sobre la sociedad y los valores, por ejemplo, por lo que se refería al régimen fiscal de los mismos. De ahí que, como consecuencia del denominado PASF, se haya elaborado una nueva Directiva de Folletos que, por un lado, unifica el régimen para las ofertas públicas y la admisión de valores a cotización y, por otro lado, parte del principio del «folleto común» en lugar del de «reconocimiento mutuo».

La Directiva parte de tres nociones clave: las nociones de «pasaporte único», «Estado miembro de origen» y «Estado miembro de acogida». Sobre la base de estos tres conceptos pivota todo su régimen de favorecimiento de las ofertas públicas transfronterizas y de la cotización múltiple. Bastará con presentar la documentación validada por las autoridades del Estado miembro de origen de la sociedad, con la sola traducción de la Nota de síntesis o Resumen del folleto, junto con una notificación de la autoridad supervisora del Estado miembro de origen para poder extender dicha oferta al Estado o los distintos Estados de acogida.

48. La relevancia práctica de esta nueva propuesta de internacionalización de las OPVs está aún por ver. No obstante, es posible que no tenga éxito, como ha ocurrido con las Directivas anteriores por varios motivos. En particular, por existir otros mecanismos menos costosos para poder llegar a los inversores minoristas extranjeros: por un lado, las denominadas *International-Style Offerings* que suponen la inclusión de un tramo internacional en una oferta de valores realizada en el mercado doméstico. Los inversores institucionales extranjeros a los que se dirige este tramo de la oferta pueden fácilmente revender sus acciones a los inversores minoristas. Por otro lado, se pueden adquirir esos valores en el mercado secundario, a través de una empresa de servicios de inversión que preste sus servicios de forma transfronteriza sobre la base de las directivas que regulan los servicios de

inversión. Parece, por lo tanto, que puede tener razón M. CASTILLA CUBILLAS <sup>154</sup> cuando afirma que *«la ruptura de barreras para la inversión internacional ocurre, en muchos casos, sin necesidad de una acción liberalizadora o armonizadora por parte de los Estados; han sido los propios participantes en los mercados quienes han abierto nuevas sendas para permitir el encuentro de inversores y emisores de todo el mundo»*.

---

<sup>154</sup> En *Regulación y competencia...*, *op. cit.*, pág. 76.