



Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones

Elías López Blanco

Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones

Elías López Blanco

Elías López Blanco es subdirector de la Dirección de Estudios y Estadísticas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los errores son responsabilidad exclusiva del autor. Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión del autor y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyen al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 978-84-87870-80-4

Depósito Legal: M-27245-2008

Imprime: Técnicas Gráficas Forma, S.A.

Resumen

En este trabajo se describe la regulación comunitaria en materia de admisión a cotización bursátil y permanencia en la misma de las acciones, y se compara el enfoque seguido por los principales países europeos, entre ellos España, en su trasposición a la legislación nacional. Se describe también la distribución de competencias en materia de suspensión de cotización y exclusión entre reguladores y mercados. El trabajo recoge, asimismo, una descripción de requisitos y competencias en Estados Unidos. La comparación en Europa muestra que, salvo en el Reino Unido, la regulación pública de España y el resto de los países analizados se limita a reflejar, con pocas condiciones suplementarias, los requisitos mínimos contemplados en las directivas relevantes, lo que concede un elevado grado de autonomía a los mercados. Este enfoque no es muy distinto al de Estados Unidos, donde las restricciones más relevantes para el emisor y los valores en el proceso de admisión están directamente fijadas por los mercados. En el caso español, se señala la conveniencia de contar con criterios más estrictos que los contemplados actualmente por la regulación pública respecto al historial previo de la compañía, la distribución de las acciones entre el público y la frecuencia de negociación, por lo menos en el mercado continuo. Sin embargo, se estima preferible que sean las propias bolsas quienes introduzcan estos requisitos a través de sus propias normas, adaptándolos de acuerdo con su oferta de servicios.

Índice

Resumen	5
1. Introducción	9
2. Regulación comunitaria	11
3. Regulación española	17
4. Otros países de la Unión Europea	23
5. Estados Unidos	29
6. Revisión de la literatura económica	31
7. Regulación pública vs. normas propias del mercado	37
8. Conclusiones	39
Bibliografía	41

1. Introducción

La regulación de la admisión de valores a cotización tiene por objeto reducir la asimetría informativa y garantizar, dentro de lo posible, un sistema ordenado y eficiente de negociación. El primer objetivo se alcanza mediante la obligatoria difusión de información con carácter previo y posterior a la admisión. Al segundo objetivo contribuyen tanto la difusión de información como la exigencia de determinados requisitos de idoneidad de emisor y valores, generalmente cuantitativos, con carácter previo a la admisión y, posteriormente, sobre una base continua. Todos estos requisitos ayudan al inversor a formarse un juicio razonado sobre el comportamiento futuro de la empresa y la liquidez de sus valores.

Este trabajo se centra en la admisión a cotización de acciones por dos motivos. El primero es la relevancia tradicional de los requisitos de admisión y permanencia en el mercado de renta variable, especialmente justificada por el hecho de que este mercado concentra una participación de inversores minoristas considerablemente mayor que otros mercados. La segunda razón es que el sistema de requisitos diseñado por las directivas europeas es sustancialmente similar, en sus líneas maestras, para los distintos tipos de instrumentos.

La legislación española ha incorporado durante los últimos años las directivas comunitarias que regulan la admisión a cotización. En este documento se describen las líneas básicas de la legislación comunitaria y se compara esta con la regulación española y las de otros países europeos, para señalar en qué aspectos se establecen normas más restrictivas. También se revisan las normas de los mercados norteamericanos.

Un punto de atención que se subraya de modo especial en el trabajo es la distribución de competencias entre el regulador público y los mercados, tanto en la fijación de los requisitos de admisión y permanencia como en la capacidad de decisión sobre suspensiones temporales de cotización y exclusiones de cotización. Esta contraposición entre decisiones del regulador y decisiones de los mercados tiene hoy especial actualidad, en primer lugar, porque el proceso de desmutualización de los segundos comporta conflictos de interés potenciales que no se pueden ignorar y, en segundo lugar, porque la reciente trasposición de la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros realza claramente el papel de las normas propias de los mercados en estas materias.

El documento contiene, asimismo, una revisión de la literatura académica que se interesa por el impacto de la regulación en los mercados de valores. Debe señalarse que el interés de los investigadores se decanta fundamentalmente por el impacto

de los requisitos nucleares de permanencia en cotización (difusión de información, gobierno corporativo, normas contables y prácticas abusivas de mercado), pero no dedica una atención específica a los requisitos previos de admisión ni a los criterios cuantitativos de permanencia, como los referidos a la frecuencia de contratación o al volumen negociado. Los trabajos que se refieren en el documento ponen, en cualquier caso, de manifiesto la complejidad de los efectos derivados de la regulación, especialmente en la actualidad, dado que las posibilidades de elección de las empresas y los inversores se han incrementado notablemente.

En cuanto a la organización del documento, en el apartado 1 se revisa la regulación comunitaria, en el 2 la española y en el 3 la de otros países europeos, en concreto Alemania, Italia y Francia. En el apartado 4 se describen algunas características de la regulación americana, en el 5 se presenta la revisión de la literatura y en el 6 se realizan algunas consideraciones aplicables al caso español, a la luz de la experiencia internacional y de las aportaciones de la literatura económica. Finalmente, en el apartado 7 se presentan las conclusiones.

2. Regulación comunitaria

La regulación comunitaria relevante en materia de admisión a cotización y requisitos de permanencia se halla hoy dispersa en cuatro textos: la Directiva Consolidada de Admisión e Información¹ (en adelante CARD²), la Directiva de Folletos³, la Directiva de Transparencia⁴ y la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID)⁵.

La CARD, aprobada en 2001, supuso en su momento la integración de diversas normas anteriores. Su cobertura inicial era muy amplia, abarcando tanto las condiciones de admisión, incluidas las relacionadas con la obligación de presentar un folleto informativo, como las obligaciones de información de los emisores durante su permanencia en cotización. Sin embargo, tras la aprobación de las Directivas de Folletos y Transparencia, su cobertura se redujo de manera sustancial. El articulado que hoy sigue en vigor se centra fundamentalmente en los requisitos mínimos de idoneidad para los valores y las compañías dentro del proceso de admisión, así como en aspectos relacionados con las competencias de los Estados miembros, entre otras las que se refieren a decisiones de suspensión temporal y exclusión de cotización.

Como su nombre sugiere, la Directiva de Folletos, aprobada en 2003, es el texto relevante respecto al folleto de admisión, que es la pieza principal de información exigida en el proceso previo a la admisión a cotización. Por su parte, la Directiva de Transparencia, aprobada en 2004, se refiere exclusivamente a condiciones de permanencia en cotización, puesto que regula las obligaciones de información periódica de los emisores que tienen valores cotizados, incluida la información sobre participaciones significativas. Se trata, por lo tanto, de una directiva que regula condiciones de permanencia en cotización.

-
1. Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.
 2. *Consolidate Admission and Reporting Directive*.
 3. 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.
 4. Directiva 2004/104/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 y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.
 5. Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

En cuanto a la MiFID, aprobada en 2004, se trata de una directiva de amplísima cobertura que afecta a los sistemas de negociación y a los intermediarios que prestan servicios de inversión. En materia de admisión a negociación, esta directiva se refiere específicamente a los mercados regulados, un concepto que define en su articulado. La MiFID exige a los mercados regulados que emitan normas claras y transparentes sobre la admisión de valores e instrumentos financieros y que dispongan de mecanismos eficaces para comprobar el cumplimiento de los requisitos previos y posteriores a la admisión a cotización, pero no introduce requisitos distintos para las acciones de los que ya estaban especificados en las tres Directivas anteriores. Debe señalarse, asimismo, que esta directiva también fija o reconoce competencias de las autoridades administrativas y de los propios gestores de los mercados regulados en materia de suspensión y exclusión de cotización.

Lo que sigue de este apartado se centra en las prescripciones de las directivas que se refieren al proceso de admisión, posibles requisitos de frecuencia o volumen mínimo durante la permanencia en negociación y decisiones de suspensión temporal o exclusión. Estos asuntos no aparecen en la Directiva de Transparencia, por lo que nos referiremos exclusivamente a las otras tres.

Requisitos establecidos en la CARD

Dentro del articulado en vigor de la CARD, los requisitos mínimos que deben cumplir las compañías emisoras y las acciones cuya admisión a cotización oficial se solicita ocupan un lugar destacado. Estos requisitos previos parecen dirigidos fundamentalmente a (i) garantizar el cumplimiento de la legalidad del Estado en el que se ha constituido la compañía, (ii) la disponibilidad, por parte de los inversores, de información suficiente sobre el historial y la situación financiera actual de la empresa, (iii) el carácter negociable de las acciones y (iv) unas condiciones mínimas de liquidez basadas en el tamaño de la empresa y, sobre todo, en la distribución de las acciones entre el público. No se exigen, en cambio, condiciones adicionales para asegurar la liquidez tras la admisión a cotización, como frecuencias o volúmenes mínimos de negociación.

Así, los principales requisitos para la admisión a negociación son los siguientes:

- Requisitos aplicables a las compañías emisoras:
 - Estar constituidas y operar bajo sus estatutos en conformidad con la legislación aplicable (art. 43).
 - Una capitalización de mercado predecible mínima de 1.000.000 de euros o, si no es posible determinarla, el mismo importe mínimo en capital y reservas, incluyendo pérdidas o ganancias, de acuerdo con las cuentas del año anterior; no obstante, se establecen las siguientes puntualizaciones (art. 43):
 - Los Estados miembros pueden prever la admisión a cotización aun cuando no se cumpla esta condición, siempre que se estime la existencia de un mercado adecuado para las acciones admitidas.
 - También se permite que los Estados miembros establezcan un importe mínimo superior, pero sólo si en el Estado en cuestión existen otros mercados “abiertos, reconocidos, regulados y que operen regularmente” para los que se exija un importe mínimo igual o menor al contemplado por la Directiva.
 - El mínimo no es aplicable si ya están admitidas a negociación acciones de la misma clase.

- Deben tener publicadas o presentadas las cuentas anuales de los tres últimos años de acuerdo con la legislación nacional aplicable; no obstante, las autoridades competentes pueden eximir a la compañía de esta obligación cuando consideren que es deseable para los intereses de aquella o de los inversores y estén convencidas de que estos disponen de información suficiente para formarse un juicio razonable acerca de los valores (art. 44).
- Requisitos aplicables a los valores:
 - Las acciones deben ser libremente negociables, aunque pueden admitirse acciones no plenamente desembolsadas si se garantiza que pueden ser transferidas sin restricciones y que el público dispone de información apropiada (art. 46).
 - En caso de oferta pública previa, la primera cotización no debe producirse antes de que finalice el período hábil para realizar peticiones de suscripción (art. 47).
 - Distribución entre el público de un número suficiente de acciones, en uno o varios Estados miembros, no más tarde de la fecha de admisión, con las siguientes puntualizaciones (art. 48):
 - Cuando ya existan acciones de la misma clase admitidas a negociación, para valorar si la distribución es o no suficiente se tendrá en cuenta la totalidad de las acciones emitidas de dicha clase y no sólo las nuevas acciones.
 - Cuando las acciones ya coticen en Estados no miembros, podrán admitirse a negociación si su distribución entre el público en dichos Estados se considera suficiente.
 - Se entenderá que la distribución es suficiente si por lo menos el 25% del capital suscrito, representado por las acciones de la clase en cuestión, está en manos del público; no obstante, también se entenderá que la distribución es suficiente si se aprecia que el mercado puede operar apropiadamente con un porcentaje menor, a la vista de un elevado número de acciones de la misma clase y de su extensión entre el público.
 - La solicitud de admisión debe dar cobertura a todas las acciones de la misma clase ya emitidas; no obstante, los Estados miembros pueden prever que esta disposición no se aplique a bloques de acciones destinadas a mantener el control de la sociedad o que no sean negociables transitoriamente en virtud de convenios, siempre que el público esté informado de tal situación y no exista peligro de que la misma perjudique a los tenedores de las acciones cuya admisión a negociación se solicita.

La CARD permite que los Estados miembros puedan establecer, con las limitaciones que contempla el propio articulado de la Directiva, condiciones de idoneidad más rigurosas o condiciones adicionales para la admisión de valores a negociación. En todo caso, se exige que no haya discriminaciones, de modo que las condiciones más restrictivas y las suplementarias se apliquen a todos los emisores, o por categorías de emisores, y que las mismas se hayan publicado con anterioridad a la admisión de los valores cuya solicitud se examina (art. 8).

El principio de no discriminación también es exigible respecto a la potestad de los Estados miembros de establecer excepciones sobre las condiciones de idoneidad, posibilidad que la propia Directiva contempla explícitamente en diversos requisitos. En este caso se demanda que las excepciones se apliquen de modo general a todos los emisores, siempre que las circunstancias que las justifiquen sean similares (art. 10).

La CARD brinda a las compañías europeas la posibilidad de elegir el mercado o los mercados que deseen para sus valores dentro de la Unión Europea. Así, se señala que cuando se trate de valores emitidos por una compañía constituida o domiciliada en otro Estado miembro, la admisión a negociación de las acciones en un Estado miembro distinto no debe supeditarse a una admisión previa en el primero (art. 7).

Las decisiones en materia de admisión a cotización corresponden a la autoridad competente del Estado miembro en el que esté situada, u opere, la bolsa relevante respecto a la que se solicita la admisión (art. 11). Tal autoridad es también competente en materia de suspensión temporal y exclusiones (art. 18). En estos dos casos, la decisión del regulador se condiciona genéricamente a su apreciación sobre posibles perjuicios para el buen funcionamiento del mercado o para la protección de los inversores (suspensiones) o sobre la existencia de circunstancias especiales que no permitan la continuidad regular de la negociación con el valor (exclusiones).

Directiva de Folletos

De acuerdo con el artículo 3.3 de la Directiva de Folletos, los Estados Miembros están obligados a condicionar la admisión a negociación de valores en un mercado regulado que esté situado u opere en su territorio a la publicación de un folleto informativo. Sin embargo, la Directiva contempla diversas exenciones a la obligación de publicar un folleto (art. 4.2) que, en el caso de las solicitudes de admisión de acciones, pueden resumirse como sigue:

- Acciones que representen, durante un período de 12 meses, menos del 10% del número de acciones de la misma clase ya admitidas a negociación en el mismo mercado regulado.
- Acciones emitidas en sustitución de otras de la misma clase, cuando la emisión no suponga un aumento del capital.
- Acciones ofrecidas en intercambio, en el contexto de una OPA, u ofrecidas o asignadas en el contexto de una fusión, siempre que esté disponible un documento que, a juicio de la autoridad competente, resulte equivalente al folleto.
- Acciones ofrecidas o asignadas libres de cargo a los accionistas, así como dividendos satisfechos mediante el reparto de acciones de la misma clase (que las acciones que los generan), siempre que esté disponible un documento con información sobre el número de las acciones y las razones y detalles de la oferta.
- Acciones ofrecidas o asignadas a administradores actuales o pasados de la compañía, así como a empleados de la misma, siempre que esté disponible un documento con el mismo contenido expuesto en el punto anterior.
- Acciones resultantes de derechos de conversión o canje conferidos por otros valores, siempre que ya haya acciones de la misma clase cotizando en el mercado regulado en cuestión.
- Acciones ya admitidas a negociación en otro mercado regulado, como mínimo desde 18 meses antes, siempre que (i) tal admisión se haya ajustado a los requisitos de la CARD o de la Directiva 80/390/CEE, según la fecha en que se hubiese producido, (ii) se hayan cumplido las condiciones de permanencia en cotización y (iii) se presente un documento resumen, a disposición del público, en el Estado miembro donde se solicita la admisión.

Como se advierte, las excepciones tienen por objeto simplificar el proceso de admisión y evitar duplicidades innecesarias cuando ya hay acciones de la misma clase admitidas a negociación. Particularmente interesante es la última de las exenciones reseñada, por la que se facilita la admisión a negociación cuando acciones de la misma clase están ya admitidas a negociación en otro mercado regulado, incluso si dicho mercado se halla en un Estado miembro distinto.

El folleto debe permitir que los inversores se formen un juicio informado sobre el emisor (activos y pasivos, situación financiera, pérdidas y ganancias y perspectivas) y sobre los derechos asociados a los valores, exigiendo que esta información se presente de forma fácilmente analizable y comprensible (art. 5.1). En particular, se exige que el folleto incluya un sumario breve que dé cuenta de las principales características y riesgos asociados al emisor, a los posibles garantes y a los valores, con un lenguaje no técnico (art. 5.2). La Directiva exige la publicación de suplementos cuando se aprecien errores o inexactitudes en el folleto o se produzcan nuevos hechos susceptibles de afectar al juicio de los inversores, durante el período que media entre la publicación del folleto y la primera cotización del valor (art. 16.1).

El contenido informativo mínimo del folleto está regulado con detalle en una norma de nivel 2, el Reglamento de la Directiva⁶. Esta norma, cuyos criterios se inspiran en las recomendaciones de IOSCO y otros organismos internacionales, establece formatos de folleto específicos no sólo en función del tipo de instrumento, sino también en función de la naturaleza del emisor. La normalización y homogeneización de los formatos del folleto por categorías (de instrumentos o emisores) facilita el análisis comparativo de la información, a la par que ayuda a los emisores en su elaboración.

Como se señala en el punto 15 del preámbulo de la Directiva, esta no impide que los Estados miembros impongan requisitos adicionales en la admisión a cotización, por ejemplo en el área del gobierno corporativo. Sin embargo, estos requisitos no deben ser restrictivos respecto a la redacción, el contenido o la difusión del folleto.

Igualmente interesante es la obligación de los Estados miembros de designar una autoridad central competente de carácter administrativo para asegurar el cumplimiento de la Directiva (art. 21). En particular, en el caso de que existan otras autoridades competentes en virtud de las leyes nacionales, la autoridad central asumirá las responsabilidades de cooperación internacional. Se exige, en todo caso, que las autoridades competentes sean completamente independientes de cualquier participante de los mercados.

MIFID

Como se ha indicado, la MiFID se refiere a la admisión de instrumentos financieros a negociación en el contexto de los mercados regulados que define su propio articulado. Esta directiva exige a dichos mercados la implantación de normas claras y trans-

6. Reglamento (CE) n° 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos, así como al formato, la incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad.

parentes en esta materia, en orden, se señala, a garantizar “que los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado puedan ser negociados de modo correcto, ordenado y eficiente y, cuando se trate de valores negociables, que sean libremente negociables” (art. 40.1). Asimismo, la Directiva insta a los Estados miembros a comprobar que el mercado dispone de mecanismos eficaces que aseguren el cumplimiento de los requisitos de admisión y permanencia dispuestos en la normativa comunitaria (art. 40.3 y 40.4).

La MiFID no introduce requisitos de admisión distintos a los contemplados por la CARD, la Directiva de Folletos y la Directiva de Transparencia. En particular, el Reglamento 1287/2006⁷, que desarrolla esta directiva en algunos puntos, asume que el cumplimiento de las condiciones previstas por la CARD es suficiente para asegurar que los valores son plenamente negociables y que estos pueden negociarse de un modo justo, ordenado y eficiente en un mercado regulado (art. 35.5 del Reglamento 1287/2006).

La suspensión y la exclusión de instrumentos de la negociación en los mercados regulados están, asimismo, contempladas en la MiFID. En línea con la CARD pero, si cabe, de modo más taxativo, la Directiva sobre Mercados e Instrumentos Financieros exige que las autoridades administrativas designadas por los Estados miembros dispongan de competencias para intervenir en esta materia (art. 50). Sin perjuicio de estas competencias, también reconoce la posibilidad de que los mercados suspendan o excluyan de negociación instrumentos financieros que no cumplan con las normas del mercado regulado, salvo “que tal decisión pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado” (art. 41.1).

Las decisiones en materia de suspensión temporal o exclusión de cotización deben hacerse públicas inmediatamente y deben tener siempre en cuenta la posibilidad de que el instrumento afectado se negocie en otros mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación europeos (art. 41.2). En particular, cuando una autoridad competente exija la suspensión o exclusión de un instrumento financiero en uno o más mercados regulados, debe hacer pública su decisión de inmediato y debe informar a las autoridades de los restantes Estados miembros. Estas, a su vez, exigirán la suspensión o exclusión de dicho instrumento financiero en los mercados regulados o sistemas multilaterales bajo su jurisdicción, aunque disponen de un cierto margen de maniobra si estiman que tal decisión puede causar un perjuicio grave a los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado.

La responsabilidad de informar a las autoridades competentes de otros Estados miembros sobre suspensiones o exclusiones en mercados regulados recae siempre en la autoridad con jurisdicción sobre el mercado afectado, incluso cuando la decisión haya sido adoptada por el gestor de este último. Así pues, la Directiva insta a los Estados miembros a exigir a los gestores de los mercados que hagan públicas y comuniquen a la autoridad competente sus decisiones en estas materias (art. 41.1).

7. Reglamento (CE) nº 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva (Texto pertinente a efectos del EEE).

3. Regulación española

La Ley del Mercado de Valores⁸ (en adelante, LMV) incorpora en su redacción actual todas las directivas relevantes respecto a la admisión a cotización, las condiciones de permanencia y las medidas de suspensión y exclusión de acciones⁹. Este texto se completa con las normas de desarrollo aprobadas hasta el momento, básicamente los Reales Decretos 1310/2005¹⁰ y 1362/2007¹¹. El primero establece normas de detalle relevantes para el proceso de admisión, pues fija condiciones de idoneidad para valores y compañías y regula el folleto informativo. El segundo se refiere a las obligaciones de los emisores con valores cotizados.

En líneas generales, la normativa española en estas materias se aparta muy poco de los mínimos fijados en las directivas. En particular, apenas ejerce la posibilidad, contemplada en la CARD, de imponer condiciones más restrictivas. Así, en el proceso de admisión, sólo se fija un requisito más restrictivo para los valores en materia de capitalización, mientras que no se fija ninguno respecto a las condiciones de permanencia.

Cabe la posibilidad de que sean los propios mercados quienes fijen condiciones adicionales a través de sus propias normas, para cuya aprobación el Real Decreto 1310/2005 concedía un plazo de seis meses. Sin embargo, tales normas aún no han sido elaboradas, por lo que, de acuerdo con una disposición transitoria del mencionado real decreto, sigue todavía en vigor el capítulo V del Reglamento de Bolsas de 1967¹², en tanto no se oponga a lo dispuesto en la nueva normativa. Debe señalarse que este reglamento exige algunas condiciones de admisión y permanencia sobre los valores y las compañías que son más restrictivas que las contempladas en la CARD, pero que no se oponen a estas.

8. Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores.

9. La trasposición de la Directiva de Folletos se realizó 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. La Directiva de Transparencia fue incorporada a través de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la LMV, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores. Por último, la MiFID se transpuso mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, de reforma de la LMV.

10. Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/988, de 28 de julio, del mercado de valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

11. Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

12. Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio.

Finalmente debe señalarse que en España, además de la CNMV, también algunas Comunidades autónomas pueden ejercer como autoridades competentes en materia de admisión, suspensión o exclusión, siempre que se trate, en el caso de la renta variable, de acciones exclusivamente negociadas en bolsas con sede en su territorio.

En lo que sigue de este apartado se resaltarán los aspectos más destacados de la regulación en la LMV, el Real Decreto 1310/2005 y el Reglamento de las Bolsas de Comercio.

Ley del Mercado de Valores

Las referencias de la LMV al proceso de admisión se concentran en los artículos 32 y 32 bis. Las prescripciones sobre suspensiones y exclusiones de negociación se encuentran en los artículos 33 y 34, respectivamente.

De acuerdo con el artículo 32, la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales requiere la verificación previa por la CNMV del cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa. En el caso particular de los valores negociables en las bolsas de valores, entre los que se cuentan las acciones, dicha verificación será única y válida para todas ellas. La admisión a negociación exige, además, el acuerdo del organismo rector del mercado elegido por el emisor, que podrá solicitarlo una vez emitidos los valores o constituidas las correspondientes anotaciones en cuenta.

Respecto a los requisitos y el procedimiento de admisión, el citado artículo remite a las normas de desarrollo y sugiere que estas adopten un enfoque flexible, al señalar la posibilidad de diferenciar los requisitos tanto por valores como por mercados. Ya en el artículo 32 bis, que traspone esencialmente las prescripciones de la MiFID, se exige a los mercados que establezcan normas claras y transparentes en relación a la admisión a negociación y que dispongan de mecanismos eficaces para comprobar el cumplimiento de los requisitos de permanencia. En concreto, se exige que los mercados (i) comprueben el cumplimiento de todas las obligaciones legales respecto a la difusión de información por parte de los emisores, (ii) faciliten a sus miembros el acceso a la información publicada y (iii) comprueben periódicamente que los valores negociados cumplen en todo momento los requisitos de admisión.

El artículo 32 bis contempla, asimismo, una posibilidad absolutamente novedosa en los mercados españoles. Se trata de la posibilidad de que se admitan a cotización, incluso sin consentimiento del emisor, valores que ya cotizan en un mercado secundario oficial o en un mercado regulado de otro Estado Miembro. Cuando no exista tal consentimiento, las obligaciones de información no recaerán sobre el emisor, sino sobre el mercado, cuya sociedad rectora deberá disponer de los medios necesarios para obtener y difundir dicha información.

En materia de suspensiones de negociación, el artículo 33 de la LMV reconoce el ejercicio de esta facultad por parte de la CNMV, a la que otorga un amplio margen discrecional. Así, en el punto 1 de dicho artículo, se señala que la CNMV podrá adoptar esta decisión “cuando concurran circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre ese instrumento financiero o

que aconsejen dicha medida en aras de la protección de los inversores”. El siguiente punto del mismo artículo incorpora la perspectiva integradora de la MiFID, al exigir que se haga pública la decisión inmediatamente y que se comunique a los demás Estados miembros, para que estos también suspendan la negociación del valor en los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación o internalizadores sistemáticos bajo su jurisdicción. Cuando la medida de suspensión haya sido adoptada por otro Estado miembro y este la haya comunicado, también se requiere que la CNMV adopte la medida respecto a las infraestructuras de negociación bajo su competencia donde se negocie el valor, salvo que se presuma daño grave a los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado.

En el punto 3 del artículo 33 se reconoce, asimismo, la posibilidad de que un mercado secundario oficial adopte la medida de suspensión cuando un valor deje de cumplir las normas previstas en el reglamento del mercado. En este caso, se debe comunicar la decisión a la CNMV y hacerla pública. La CNMV debe cumplir con el requisito de comunicación a otros Estados miembros contemplado en la MiFID.

Los gestores de los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores deben suspender la negociación de un valor desde el momento en que se haga pública su suspensión.

En cuanto a la exclusión de negociación, el artículo 34 contempla tres posibilidades: la actuación de oficio por parte de la CNMV, la actuación de oficio por parte del propio mercado y la exclusión a solicitud del emisor. La primera posibilidad está condicionada a la apreciación, por parte de la CNMV, de incumplimiento en los requisitos de difusión, frecuencia o volumen exigidos a los valores o en los requisitos de transparencia de los emisores. Las decisiones de este tipo requieren audiencia previa del emisor y, una vez tomadas, el cumplimiento de los requisitos de publicidad y comunicación a otros Estados miembros previstos por la MiFID.

Las decisiones de exclusión adoptadas de oficio por los mercados deben basarse en incumplimientos del reglamento del mercado y están condicionadas a que no se aprecie perjuicio grave de la medida para los inversores o para el funcionamiento ordenado del mercado. En cualquier caso, cuando el mercado adopte una decisión de este tipo debe comunicarla a la CNMV y hacerla pública.

Las sociedades que soliciten la exclusión de bolsa de sus acciones están obligadas a promover una oferta pública de adquisición (OPA) dirigida a todos los valores afectados por la exclusión, cuyo precio y demás requisitos están regulados por la normativa de OPA¹³. La CNMV puede dispensar al emisor del lanzamiento de la OPA si se asegura la protección de los legítimos intereses de los titulares de las acciones mediante otro procedimiento equivalente.

Finalmente, debe señalarse que las competencias atribuidas a la CNMV en materia de admisión, suspensión temporal de la negociación o exclusión de la misma pueden ser ejercidas por las Comunidades Autónomas que tengan reconocidas competen-

13. Estas ofertas están reguladas por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores.

cias en estas materias respecto a valores negociados exclusivamente en mercados de su territorio. Así pues, dentro del ámbito bursátil, tales competencias sólo pueden ejercerse respecto a acciones que coticen en el sistema de corros o en el segundo mercado, siempre que las mismas no coticen también en otra bolsa.

Real Decreto 1310/2005

Como se ha indicado, las normas de detalle en materia de admisión a cotización en España se encuentran en el Real Decreto 1310/2005. En su mayor parte, el articulado de este texto legal reproduce, a menudo literalmente, los criterios y requisitos de la CARD y de la Directiva de Folletos y sólo en algunos casos introduce criterios adicionales o por encima de los mínimos fijados en las directivas. Conviene destacar que la norma reglamentaria distingue entre el primer mercado bursátil y el segundo mercado en materia de capitalización mínima y distribución de las acciones entre el público, pero no respecto al contenido del folleto informativo y las obligaciones de información por permanencia en cotización.

Un apartado en el que la normativa española adopta un criterio más restrictivo que la europea es el que se refiere al importe mínimo de las acciones a admitir. Así, el artículo 9 del Real Decreto fija un valor esperado de mercado de 6.000.000 de euros, frente a 1.000.000 de euros por parte de la CARD. Al igual que esta, la normativa española prevé la posibilidad de aceptar la admisión aunque no se alcance dicho mínimo, siempre que se juzgue la existencia de un mercado suficientemente líquido. De hecho, el artículo 10 del Real Decreto, que se refiere a las admisiones a cotización en los segundos mercados de las bolsas, declara la no aplicación del límite mínimo en este caso.

Conviene señalar también otra diferencia que tiene que ver con el importe mínimo de las acciones a admitir. La primera se refiere al método de cálculo, mientras que la CARD prevé, como método alternativo, la utilización del importe del capital más las reservas, incluido, si procede, el resultado del ejercicio anterior; cuando no pueda estimarse el valor esperado de mercado, la normativa española no prevé explícitamente ninguna alternativa, limitándose a requerir que se tenga en cuenta el precio efectivamente pagado en la oferta pública de venta en caso de que esta se haya producido.

Respecto a las condiciones de distribución de las acciones, el Real Decreto 1310/2005 no se aparta de los mínimos formulados por la Directiva. Así, se exige que tal distribución sea suficiente con carácter previo a la admisión, entendiéndose que, en todo caso, este requisito se cumple si un porcentaje igual o superior al 25% de las acciones cuya admisión se solicita está en manos del público en uno o varios Estados miembros de la Unión Europea, o en Estados no miembros si tales acciones están cotizadas en mercados radicados en los mismos.

El requisito de distribución no resulta aplicable a las admisiones a cotización en el segundo mercado de las bolsas. Sin embargo, en este caso se exige en el artículo 10 del Real Decreto que el emisor designe una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito, miembro del mercado en ambos casos, para que facilite liquidez al valor durante su permanencia en cotización.

En cuanto a la información sobre el emisor, el artículo 11 del Real Decreto requiere que aquel acredite un historial y que registre en la CNMV las cuentas anuales del emisor y el folleto informativo, que debe ser aprobado por dicho organismo supervisor. La disponibilidad de un historial se acredita con la presentación de cuentas anuales auditadas, individuales o consolidadas, según corresponda, que cubran, como mínimo, los tres últimos ejercicios. La CNMV podrá aceptar un período de cobertura inferior a tres años para las sociedades que soliciten la admisión en el Nuevo Mercado¹⁴ o, como se indica en la Directiva, cuando estime que ello conviene en interés del emisor o de los inversores, siempre que entienda que estos disponen de información suficiente para formarse un juicio fundado. En cuanto al folleto informativo, los requisitos del Real Decreto se ajustan, con pocas particularidades, a lo establecido en la Directiva de Folletos.

Reglamento de las Bolsas de Comercio

Como se ha indicado, al no haber aprobado los mercados todavía sus propias normas de admisión, cabe entender que sigue en vigor el capítulo V del Reglamento de las Bolsas de Comercio en aquello que no se oponga a lo dispuesto en la nueva norma, de acuerdo con la Disposición transitoria tercera del Real Decreto 1310/2005. Este prevé la derogación definitiva del citado capítulo, salvo los artículos 48.1 y 49, en otra disposición¹⁵.

El capítulo V del Reglamento de las Bolsas de Comercio especifica con detalle diversos requisitos de admisión a cotización y permanencia. En particular, y por lo que se refiere a la admisión de acciones en el mercado bursátil, el artículo 32 del citado capítulo contempla, entre otros, los siguientes requisitos:

- Capital social mínimo de 1.202.025 de euros, sin tener en cuenta a efectos de cálculo las participaciones directas o indirectas de accionistas que igualen o superen el 25%.
- Obtención de beneficios en los dos últimos años o en tres no consecutivos en un período de cinco años que hayan sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos un 6% del capital social desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos y dotadas las reservas legales. No obstante, la CNMV podría admitir excepciones en las siguientes circunstancias¹⁶:
 - Que la entidad emisora, con independencia del plazo que haya transcurrido desde su constitución, aporte un informe a la CNMV, a incluir con el resto de la información registrada, de su órgano de administración sobre las perspectivas de negocio y financieras de la entidad y sobre las consecuencias que, a su juicio, tendrá sobre los ejercicios venideros¹⁷.

14. Segmento especial del primer mercado bursátil, destinado a empresas tecnológicamente innovadoras o de elevado potencial de crecimiento.

15. Disposición derogatoria única. Real Decreto 1310/2005. Tanto el artículo 48.1 como el 49 se refieren a requisitos de permanencia.

16. Criterio introducido por la Orden de 19 de junio de 1997 sobre requisitos de admisión a negociación en bolsas de valores.

17. Criterio introducido por la Orden de 22 de diciembre de 1999 por la que se crea un segmento especial de negociación en las bolsas de valores denominado "Nuevo Mercado" y se modifican los requisitos de admisión a bolsa.

- Que la entidad se haya constituido como consecuencia de fusión, escisión o aportación de rama de actividad.
- Que el emisor esté en proceso de reordenación o reestructuración económica o de privatización por una entidad pública.
- Que existan al menos 100 accionistas con una participación individual inferior al 25% del capital.

A su vez, el artículo 49 del mismo capítulo impone un requisito adicional, en este caso de permanencia, puesto que contempla la posibilidad de suspender temporalmente el valor o, incluso, excluirlo de la negociación en caso de incumplimiento. Tal requisito consiste en mantener una frecuencia mínima de contratación no inferior al 25% respecto al número total de sesiones bursátiles, así como un volumen de contratación mínimo no inferior al mismo porcentaje respecto al valor nominal admitido a cotización para la misma clase de acciones.

El capital social mínimo que se exige en el Reglamento de Bolsas es claramente inferior al valor esperado mínimo de las acciones a admitir exigido en el artículo 9 del Real Decreto 1310/2005. Tal contradicción no es, sin embargo, obvia para los requisitos restantes del capítulo V del Reglamento de Bolsas que se han mencionado anteriormente, los cuales podrían entenderse como condiciones más restrictivas en el sentido del artículo 8.1 de la CARD.

4. Otros países de la Unión Europea

Tras la aprobación de las directivas, se aprecia dentro de la Unión Europea un cierto contraste en el enfoque de la regulación entre el Reino Unido y los principales países continentales. En el primer país, la regulación pública y la agencia pública de regulación siguen manteniendo un papel decisivo tanto en la fijación de las condiciones mínimas de admisión a cotización y permanencia, como en las competencias sobre suspensión temporal y exclusión. En cambio, en Francia, Alemania e Italia se observa un mayor peso de los mercados regulados en las decisiones sobre estas materias. El contraste no sólo parece motivado por tradiciones jurídicas distintas, sino también por estrategias competitivas. Así, en el Reino Unido, se tiende a resaltar la calidad de la regulación pública como un activo intangible diferencial frente a otros mercados, mientras que en la Europa continental se opta por un mayor margen de maniobra para que los mercados regulados se acomoden al entorno competitivo. No obstante, debe señalarse que el regulador británico ha abierto recientemente un proceso de discusión sobre la conveniencia de mantener dicho modelo.

Reino Unido

La regulación del Reino Unido utiliza dos términos distintos para referirse a la admisión a negociación en un mercado determinado (“*admission to trading*”) y al cumplimiento de los requisitos exigidos por la autoridad administrativa competente (“*admission to listing*”). Esta última es la *United Kingdom Listing Authority* (UKLA) y los valores que cumplen sus requisitos integran la denominada Lista Oficial (*Official Listing*). La admisión a esta lista está condicionada a la admisión a negociación en algún mercado británico concreto. Desde el año 2000, la *Financial Services Authority* (FSA) ejerce como UKLA, en sustitución de la Bolsa de Londres. Tal sustitución se produjo tras la desmutualización de la citada bolsa, en el contexto de una profunda reforma legislativa que afectó a la regulación del sistema financiero y a la distribución de competencias supervisoras.

En el ámbito de las acciones, la Lista Oficial se divide en dos listas diferenciadas: la Lista Primaria (*Primary Listing*) y la Lista Secundaria (*Secondary Listing*). Mientras que en la segunda sólo se requiere el cumplimiento de los mínimos exigidos por las directivas, los emisores y los valores de la Lista Primaria deben cumplir unos requisitos adicionales, denominados “normas superequivalentes” (“*super-equivalent*”). La Lista Primaria es obligatoria para las compañías constituidas en el Reino Unido que deseen solicitar la admisión en la Lista Oficial, aunque también está abierta a compañías no británicas, mientras que en la Lista Secundaria sólo pueden incorporarse compañías extranjeras. La Lista Primaria se presenta a menudo como la primera

marca de la Lista Oficial, resaltándose que las normas “superequivalentes” suponen un diferencial de calidad para los mercados británicos frente a otros mercados europeos.

El sistema de dos listas actualmente en vigor ha suscitado algunas críticas en el sentido de que pueden generar confusión entre los inversores, dado que estos deben distinguir, además, entre diversos tipos de infraestructuras de negociación (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores). Estas críticas, junto con consideraciones sobre la competitividad de los mercados británicos en el nuevo contexto de los mercados europeos tras la aprobación de las directivas del Plan de de Acción de Servicios Financieros, han motivado la apertura de un proceso de consulta por parte de la FSA sobre la conveniencia de una reforma del actual sistema¹⁸. Entre otras cuestiones, se pregunta a los participantes de los mercados si la FSA debe seguir fijando “superequivalentes” o si debe dejarse esta posibilidad en manos de los propios mercados, como ocurre en la mayoría de los mercados europeos. Asimismo, y en el caso de que se mantuviese el sistema dual de listas, se pregunta si resulta conveniente permitir la admisión en la Lista Secundaria a las empresas constituidas en el Reino Unido.

Para admitir acciones, La Lista Oficial exige un capital mínimo inicial de 700.000 libras esterlinas tanto para la Lista Primaria como para la Secundaria, un importe notablemente inferior al requerido en España. En materia de distribución de las acciones entre el público, el requisito sigue el criterio establecido en el artículo 48 de la CARD: distribución suficiente de las acciones en manos del público (entendiéndose que se cumple si el 25% de las mismas está así distribuido), pero introduce una condición específica a efectos de determinar el cumplimiento del requisito que no se contempla explícitamente en la norma española. Así, se señala que no se tendrán en cuenta determinadas tenencias, entre las que destacan las de los consejeros, los esquemas o fondos de pensiones constituidos en beneficio de los administradores o los empleados y los accionistas o grupos de accionistas concertados con una participación igual o superior al 5%.

Por su parte, la Lista Primaria exige el cumplimiento, entre otros, de los siguientes requisitos:

- Disponer de un historial de beneficios durante los últimos tres años, acreditado por una auditoría independiente, emitido sin salvedades durante los seis meses anteriores a la presentación del folleto. Como mínimo, el 75% de las actividades de la entidad debe haber generado beneficios durante ese período, incluida la actividad o negocio principal. Se exige, además, que este último sea independiente y que se halle bajo control de la entidad. Se contemplan exenciones para las compañías mineras y para las compañías basadas en la investigación científica.
- Acreditar ante la FSA que la compañía dispone de suficiente capital circulante para atender sus necesidades durante los 12 meses siguientes a la publicación del folleto, como mínimo. Bajo determinadas condiciones, se exime de este requisito a entidades de banca y seguros, así como a otras compañías provee-

18. Véase *Financial Services Authority* (2008).

doras de servicios financieros similares.

- Aprobación previa, por parte de los accionistas, en caso de abandono de la Lista Oficial.
- Cumplimiento de una serie de principios aplicables a las empresas cotizadas, asumidos en 2005, que subrayan la responsabilidad de los directores, la disponibilidad de sistemas de control adecuados, el comportamiento íntegro hacia los inversores, la comunicación de información en el momento oportuno, la igualdad en el trato a los accionistas y la cooperación con la FSA.
- La designación de una entidad asesora ("*sponsor*") que aconseje a la compañía sobre la aplicación de las normas de admisión y permanencia en cotización. Estas entidades, que tienen que estar acreditadas por la FSA, actuarán como interlocutoras ante esta en diversas materias, acreditando el cumplimiento de obligaciones por parte del emisor.

Tras la admisión en la Lista Primaria, la permanencia en ella exige que las compañías cumplan también algunos requisitos específicos, en su mayoría relacionados con el gobierno corporativo, además de las obligaciones de transparencia y las relacionadas con la prevención de las prácticas abusivas de mercado contempladas en las directivas. Así, entre otros requisitos, se exige:

- Que la entidad controle la mayoría de sus activos.
- Que su actividad o negocio principal siga siendo un negocio independiente.
- Que se cumpla en todo momento el requisito de distribución suficiente de las acciones en manos del público.
- El cumplimiento de las restricciones del denominado *Model Code*, referidas a operaciones con acciones de la compañía o del grupo por parte de la compañía, sus filiales o sus respectivos administradores.
- Informar a la FSA y al mercado sobre cambios en la compañía.
- Incluir información sobre el cumplimiento de los códigos de buen gobierno de referencia en el país donde se ha constituido la compañía en el informe anual, así como información relativa a la remuneración de los administradores.
- Para las compañías británicas, aplicación del derecho de preferente de los accionistas en las ampliaciones de capital ("*pre-emption rights*").
- Solicitar la aprobación previa de los accionistas cuando se proponga la venta o adquisición de empresas o activos, a partir de un determinado umbral.
- Observancia de determinadas reglas respecto al ejercicio del voto delegado de los accionistas ("*proxy vote*").
- Solicitar la previa aprobación de los accionistas respecto a transacciones con partes vinculadas (administradores, accionistas significativos, etc.).
- Observancia de las reglas en materia de compra de acciones propias ("*buybacks*").

Las normas propias de la Bolsa de Londres no contemplan condiciones especialmente restrictivas más allá de lo dispuesto en las normas de la FSA, ni en materia de admisión ni en materia de permanencia. Las normas se concentran en aspectos de tipo operativo, como el procedimiento de admisión, los canales de comunicación con la compañía y la entidad asesora o los plazos de comunicación de acciones corporativas que afecten a los derechos de los accionistas (dividendos, ampliaciones de capital, emisiones de convertibles, opas, reorganizaciones del capital, etc.).

En cuanto a las competencias en materia de suspensión y exclusión, la FSA se reserva la posibilidad de actuar de oficio cuando se den las circunstancias previstas de forma genérica en los artículos 18 y 19 de la CARD. Sin embargo, a diferencia de la regulación española, la normativa de la FSA facilita algunos ejemplos, no limitativos, de situaciones en las que puede adoptar este tipo de decisiones. Así, en el caso de las suspensiones, se citan, entre otros ejemplos, los siguientes:

- Incumplimiento de las obligaciones de permanencia en cotización por parte del emisor, incluidas las reglas de transparencia.
- Incumplimiento de la obligación de publicar información relevante.
- El emisor no puede facilitar información precisa sobre su situación financiera informar al mercado.
- Información insuficiente en el mercado sobre una transacción propuesta por la compañía.
- Suspensión del valor en otros Estados.
- Nombramiento de nuevos administradores o de interventores o administradores judiciales.

Como ejemplos de situaciones que puedan implicar una exclusión acordada de oficio, la FSA cita los siguientes:

- Exclusión en los mercados donde se negociaba el valor.
- Incumplimiento de las obligaciones de permanencia, en particular del requisito de difusión.
- Suspensión superior a seis meses.

Los mercados tienen obligación de suspender o cancelar definitivamente la negociación tras una decisión en el mismo sentido de la FSA. Además, pueden hacerlo de oficio en aras del buen funcionamiento del mercado (suspensiones) o en caso de incumplimiento de las normas propias (exclusiones).

Finalmente, debe señalarse que los emisores también pueden solicitar la suspensión temporal o la cancelación definitiva, tanto respecto a la Lista Oficial (FSA) como respecto a la negociación en un mercado determinado.

Francia, Alemania e Italia

Los grandes países de la Europa continental han optado por trasladar con muy pocos añadidos la legislación comunitaria a sus normas. En el ámbito de los requisitos de admisión y permanencia, esto supone que los reguladores nacionales se ocupan fundamentalmente de la verificación de las reglas de información (folleto, información pública periódica, hechos relevantes, etc.), mientras que se deja en manos de los mercados la fijación de requisitos especiales sobre valores y compañías que se acomoden a su estrategia comercial, respetando siempre los mínimos comunitarios. En materia de suspensiones y exclusiones, el modelo continental también tiende a dar un mayor protagonismo en estas decisiones a los mercados.

Los cuatro países donde NYSE Euronext mantiene mercados de renta variable (Francia, Holanda, Bélgica y Portugal) han asumido, en líneas generales, el modelo descrito

en el párrafo anterior. En particular, la legislación francesa es especialmente nítida, por cuanto asigna a los gestores de los mercados regulados la potestad de decidir en materia de admisión, suspensiones temporales y exclusión¹⁹. Al regulador francés, en este caso la *Autorité des Marchés Financiers* (AMF), se le reconoce el derecho a objetar las decisiones de admisión o exclusión y a ser informado de las decisiones de suspensión. Respecto a estas últimas, la legislación señala que la AMF sólo podrá ejercerlas de oficio en casos excepcionales.

En el ámbito de NYSE Euronext, las legislaciones nacionales relevantes no incluyen requisitos adicionales respecto a los mínimos de las directivas, ni respecto a la admisión ni respecto a la permanencia. En cuanto a las normas del mercado, tampoco se aprecian requisitos especialmente restrictivos respecto a los mínimos comunitarios. No obstante, por su contraste con la regulación española, cabe destacar que se establece un límite inferior para el número de acciones en manos del público, señala que dicho número no puede ser inferior al 5% del total ni representar un valor inferior a 5.000.000 de euros, calculado sobre la base del precio de la oferta pública. La constatación de un porcentaje inferior puede dar lugar a la exclusión de oficio.

La regulación alemana sigue una pauta similar. La legislación recoge simplemente mínimos comunitarios, por lo que los mercados disponen de un amplio margen para establecer requisitos propios. Hasta ahora, la Bolsa de Frankfurt no ha introducido condiciones especialmente restrictivas o novedosas. Como requisitos propios de permanencia, se ha limitado a recoger aspectos relacionados con la comunicación entre el mercado y las empresas, la información sobre pago de dividendos y otras acciones corporativas, y los requisitos de transparencia. Estos últimos no son sustancialmente distintos de los contemplados en la Directiva de Transparencia, pero se modulan para sus distintos segmentos de negociación. En materia de suspensiones y exclusiones, la Ley de Mercados alemana reconoce la competencia de los mercados regulados tanto en intervenciones de oficio como en intervenciones a solicitud del emisor.

En el caso de la bolsa italiana, hay dos requisitos de admisión en sus normas propias que llaman la atención por su contraste con la regulación española. El primero es la exigencia de una capitalización predecible de mercado de al menos 40.000.000 de euros, un importe muy superior al considerado en cualquiera de los países mencionados hasta ahora. El segundo es la adopción de un criterio muy restrictivo respecto al cómputo de las acciones en manos del público, pues se excluyen las tenencias superiores al 2%, aunque puede haber excepciones en función de la naturaleza del inversor. La bolsa italiana no ha incorporado hasta ahora requisitos de permanencia especialmente llamativos y se centra, más bien, en condiciones de tipo operativo y en aprovechar el margen de maniobra de la Directiva de Transparencia para adaptar los requisitos de este tipo en sus distintos segmentos.

En cuanto a suspensiones y exclusiones, la bolsa italiana puede actuar de oficio. Una particularidad a destacar es que las normas del mercado especifican una lista de elementos a los que el mercado debe conceder una atención prioritaria, aunque no exclusiva, al tomar decisiones en ambos casos. Así, en el caso de las suspensiones, la lista incluye entre otros elementos:

19. Artículo L421-4 del Código Monetario y Financiero.

- La diseminación o falta de diseminación de información que pueda afectar a las operaciones regulares del mercado.
- La implicación del emisor en procedimientos de insolvencia.
- La liquidación del emisor.
- Una opinión adversa o un desmentido emitidos por un auditor durante dos años consecutivos.

En el caso de las exclusiones, entre los elementos citados destacan especialmente los siguientes:

- El volumen diario medio de negociación en el mercado y el número medio de acciones negociadas durante un período de, como mínimo, dieciocho meses.
- La frecuencia de negociación en el mismo período.
- La distribución entre el público de las acciones en términos de valor y número de tenedores.
- La implicación del emisor en procedimientos de insolvencia.
- La liquidación del emisor.

Finalmente, es también interesante señalar que las decisiones de suspensión y exclusión sobre los valores emitidos por el propio mercado, que también es una empresa cotizada, deben ser adoptadas exclusivamente por el regulador público (Consob).

5. Estados Unidos

Las compañías que deseen cotizar en las bolsas norteamericanas deben cumplir condiciones iniciales y condiciones de permanencia tanto cuantitativas como cualitativas. La regulación federal impone condiciones cualitativas, que se refieren fundamentalmente a obligaciones de información y registro. Los mercados imponen condiciones cuantitativas sobre los valores y la compañía, pero también pueden exigir requisitos suplementarios a los dispuestos por la norma federal en materia de transparencia o gobierno corporativo.

Las normas de admisión y permanencia de los dos principales mercados, la Bolsa de Nueva York y el Nasdaq, son considerablemente más minuciosas y complejas que las europeas. Así, respecto a los emisores y los valores, la Bolsa de Nueva York impone requisitos cuantitativos iniciales de carácter financiero y de distribución o liquidez, ofreciendo en algunos casos alternativas distintas según el origen de la compañía o el modo en que se produce la admisión en bolsa. En todos los casos se distingue, a su vez, entre compañías nacionales y extranjeras. Una vez admitidas a cotización, las compañías deberán cumplir también, sobre una base continua, requisitos cuantitativos diferenciados según las opciones que hayan elegido respecto a los requisitos iniciales.

Los requisitos cuantitativos iniciales pueden sintetizarse como sigue:

- Relacionados con la situación financiera de la compañía. Dos alternativas:
 - Acreditar beneficios antes de impuestos agregados de los últimos tres años (10 millones de dólares para las compañías nacionales y 100 millones para las extranjeras) o beneficios mínimos antes de impuestos de cada uno de los dos últimos años (2 millones de dólares para las compañías nacionales, que además deben acreditar beneficios durante cada uno de los últimos tres años, y 25 millones para las extranjeras).
 - Someterse a un test de adecuación entre valor de mercado e ingresos, o valor de mercado y flujo de caja. Ambos se basan en el cumplimiento simultáneo de mínimos para estas variables.
- Distribución:
 - Número de tenedores de unidades mínimas de negociación (generalmente 100 acciones): 2.200 para las compañías nacionales y 5.000 para las extranjeras.
 - Número mínimo de acciones: 1,1 millones para las compañías nacionales y 2,5 millones para las extranjeras.
 - Valor de mercado predecible mínimo: 100 millones de dólares tanto para las compañías nacionales como para las extranjeras, salvo en salidas a bolsa de las primeras (60 millones).

En cuanto a los requisitos de permanencia cuantitativos, el mercado establece umbrales por debajo de los cuales puede iniciar procedimientos de suspensión temporal o exclusión de cotización. Los principales límites son los siguientes:

- Criterio de precio: precio de cierre por debajo de 1 dólar durante un período consecutivo de 30 días.
- Criterio de distribución, con tres límites alternativos:
 - Menos de 400 accionistas.
 - Menos de 1.200 accionistas y un volumen medio mensual inferior a 100.000 acciones durante los últimos 12 meses.
 - Menos de 600.000 en manos del público.
- Criterio de capital, con diversos umbrales alternativos según la opción elegida como requisito inicial. Así:
 - Requisito inicial basado en los beneficios previos, dos alternativas:
 - Menos de 75.000.000 de dólares en capitalización y recursos propios, simultáneamente, en promedio sobre 30 sesiones consecutivas.
 - Capitalización media sobre 30 sesiones consecutivas inferior a 25.000.000 de dólares.
 - Diversas alternativas si se eligió como requisito inicial un test de adecuación entre valor de mercado e ingresos, o entre valor de mercado y flujo de caja.

Los requisitos cuantitativos de Nasdaq respecto a emisores y valores tienen un corte similar, con modulaciones que tienen en cuenta los distintos segmentos del mercado.

En los mercados norteamericanos, el regulador público tiene capacidad para intervenir mediante decisiones de suspensión o exclusión de la negociación, pero sólo en casos especiales, generalmente relacionados con el incumplimiento reiterado de las obligaciones de información de los emisores o en casos de fraude. Por lo tanto, son los propios mercados quienes adoptan habitualmente estas decisiones.

6. Revisión de la literatura económica

La investigación económica ha mostrado durante los últimos años un creciente interés por el análisis de las consecuencias de la regulación en los mercados de valores. La mayor parte de las aportaciones en este campo se ha centrado en el impacto de los requisitos nucleares de permanencia en cotización (obligaciones de información, normas contables, reglas de gobierno corporativo e información privilegiada, fundamentalmente), en la valoración de las compañías por el mercado y en la liquidez de sus valores. En cambio, ni los requisitos iniciales de admisión a cotización (capital o tamaño mínimo, difusión de las acciones, beneficios previos, etc.) ni los requisitos cuantitativos de permanencia (volúmenes o frecuencia mínimos, capitalización, capital flotante, etc.) han sido objeto de atención específica en la literatura²⁰. La revisión que se ofrece en este apartado se centra principalmente en la literatura sobre las obligaciones de difusión de información y el gobierno corporativo, menos abundante y conocida que la relacionada con las normas contables y la información privilegiada²¹.

El interés de los investigadores en el impacto de la regulación se ha visto alimentado por fenómenos relativamente recientes, como el auge de los mercados emergentes o la masiva presencia de empresas extranjeras en los grandes mercados de los países industrializados, especialmente en Estados Unidos y Reino Unido. También se ha visto estimulada por el avance de las tendencias armonizadoras en materia de regulación, impulsadas a través de IOSCO y otros foros internacionales, así como por la introducción de novedades relevantes durante los últimos años, especialmente en las normas contables y en el gobierno corporativo. La desmutualización de las bolsas, la aparición de plataformas de negociación alternativas y, en general, el aumento de las posibilidades de elección para inversores y empresas han favorecido, asimismo, el mayor interés de los investigadores por esta cuestión. En su mayor parte, la literatura adopta un enfoque esencialmente empírico y se centra en el mercado norteamericano.

¿Son útiles para los inversores las reglas de difusión de información? La literatura económica sugiere que no es una cuestión obvia. Como se indica en Bushee y Leuz

20. Aunque tampoco existe una literatura específica sobre folletos informativos, los requisitos en esta materia guardan una estrecha relación con los requisitos informativos de permanencia en cotización.

21. En su revisión de la literatura sobre el impacto de la difusión de información en materia de gobierno corporativo, Healy y Palepu (2001) señalan que la investigación empírica en este campo es "virtualmente inexistente". Respecto al impacto de las normas contables y a las cuestiones relacionadas con la información privilegiada, pueden consultarse interesantes resúmenes de la literatura en Fields y otros (2001) y Bhattacharya (2006), respectivamente.

(2005), si el mercado penaliza la falta de transparencia, incrementando, por ejemplo, el coste del capital, las empresas deberían tener incentivos para facilitar voluntariamente información al público. De hecho, los primeros estudios sobre esta cuestión, elaborados por Stigler (1964) y Benston (1969 y 1973), concluyeron que la pionera regulación norteamericana, aprobada en 1933 y 1934, y las enmiendas introducidas en 1964, que supusieron un reforzamiento de la misma, no tenían valor para los inversores. Friend y Herman (1964), Seligman (1983) y, sobre todo, Coffee (1984) argumentaron fuertemente en contra de esta conclusión, pero el debate quedó relativamente adormecido hasta finales de la década iniciada en 1990, cuando los trabajos empíricos de La Porta y otros (1997 y 1998) suscitaron un renovado interés por el impacto de la regulación y el resto del marco legal en los mercados de valores. En cualquier caso, en un trabajo relativamente reciente, realizado con una metodología más actualizada, Greenstone y otros (2005) documentaron la existencia de rendimientos anormales positivos tras la adopción de las enmiendas de 1964 a la regulación federal. Los autores atribuyeron tal efecto a la reducción de los costes de agencia.

La difusión obligatoria de información encuentra en la literatura económica dos tipos de justificación. La primera se refiere a su papel potencial como mecanismo de compromiso de los emisores respecto a los inversores. Así, Verrechia (2001) reconoce que la difusión de información reduce el coste del capital para las empresas, pero sólo si la información es creíble y no interesada. En ausencia de un régimen obligatorio de difusión, las empresas pueden tener incentivos para ocultar o manipular la información en determinadas situaciones, por ejemplo cuando empeoran los resultados. En un régimen obligatorio, las empresas tienen que revelar información tanto en los buenos momentos como en los malos.

La segunda justificación se basa en la existencia de externalidades, que surgen si el valor social de la información y su valor privado difieren. En tal caso, el ajuste entre costes y beneficios privados no garantiza la difusión de información en un nivel socialmente óptimo. Hirshleifer (1971) ya apuntaba en esta dirección al destacar los aspectos distributivos del acceso a un nivel de información superior. En particular, dicho autor señalaba que los costes de adquisición privada de información para fines especulativos en los mercados de valores constituían un despilfarro desde un punto de vista social. Coffee (1984) destaca otra manifestación del problema de la divergencia entre el valor privado y valor social de la información que, en este caso, conduciría a una adquisición privada de información inferior a la socialmente deseable, al señalar que la posibilidad de “*free riding*” desincentiva el esfuerzo privado de los inversores en el seguimiento y control de las empresas cotizadas. Por su parte, Dye (1990) y Admati y Pfleiderer (2000) argumentan que la diseminación de información genera externalidades positivas para el mercado en forma de transferencias de información y aumento de la liquidez. Así, si el valor de las empresas o sus flujos de caja están correlacionados, la información difundida por una empresa puede ayudar a los inversores a valorar otras empresas y, en consecuencia, puede incrementar la liquidez de los valores emitidos por estas. La difusión de información también puede generar, sin embargo, externalidades negativas en determinadas circunstancias, por ejemplo, si los inversores sólo siguen un limitado número de valores debido a un elevado coste de procesamiento de la información. Así lo ponen de manifiesto Fishman y Hagerly (1989), quienes argumentan que, en mercados imperfectamente competitivos, un incremento de la difusión de información para un determinado grupo de empresas puede inducir a una menor atención hacia otras por parte de los inversores.

Así pues, la literatura económica sugiere que las reglas de difusión pueden tener efectos socialmente positivos como mecanismo de garantía de los compromisos asumidos por las empresas y como mecanismo de asignación de recursos en materia de información en presencia de externalidades. Sin embargo, como señalan Bushee y Leuz (2005), tales efectos son complejos en la práctica, porque las empresas pueden responder de distintas maneras ante los cambios en la regulación cuando estos suponen un incremento significativo de los costes de cumplimiento o la imposición de un nivel de transparencia que no estiman conveniente. Por ejemplo, las empresas que ya cotizan en un mercado pueden elegir otro distinto o excluirse de bolsa y las empresas que están pensando en financiarse externamente pueden elegir entre hacerlo mediante colocaciones privadas o mediante salidas a bolsa, entre otras posibilidades. Por esta razón, los estudios empíricos que identifican y miden la reacción de las empresas y de los mercados ante los cambios en la regulación resultan de considerable interés para los reguladores.

Leitterstorf y otros (2008) ofrecen un excelente resumen de la literatura empírica reciente sobre el impacto de la regulación en materia de difusión de información o gobierno corporativo. El resumen se refiere, en primer lugar, a trabajos que utilizan datos de corte transversal a escala internacional (“cross country studies”), como los de La Porta y otros (2002) y Bruno y Claessens (2007), comparando el impacto de la regulación entre países y entre empresas. El primero, probablemente el más conocido, utiliza datos de mediados de la década iniciada en 1990 para las 20 mayores empresas no financieras cotizadas de 27 países y construye un índice de protección del inversor que captura diferencias entre las distintas tradiciones legales nacionales, así como medidas limitativas de la capacidad de decisión discrecional de los administradores de las empresas. El trabajo pone de manifiesto que dicho índice está positivamente correlacionado con la q de Tobin, sugiriendo que una mayor protección a los inversores incrementa la valoración bursátil de las empresas. El segundo trabajo utiliza datos de gobierno corporativo (composición e independencia del consejo, acuerdos de remuneración y relación con los auditores) de 5.300 compañías norteamericanas y 2.400 de otros 23 países, correspondientes al período 2003-2005. Como en el caso anterior, también encuentra una correlación positiva entre el nivel de gobierno corporativo y la q de Tobin, pero señala que este patrón es más claro para las grandes compañías, capaces de absorber los costes de las mejoras en el gobierno corporativo, y para las compañías con dificultades financieras preocupadas por señalar su solidez en los mercados de capital.

Una segunda línea de trabajos se refiere al impacto de cambios especialmente significativos en la regulación, entre los que destacan especialmente los relacionados con la introducción de la Ley Sarbanes-Oxley (en adelante SOX) de 2002 en Estados Unidos. Esta reforma, que supuso en su momento un notable reforzamiento de los estándares de gobierno corporativo, ha dado lugar a una amplia polémica relacionada con su coste para las empresas y sus efectos en los mercados de capital norteamericanos. Zhang (2007) analiza el comportamiento de los precios en torno a determinadas fechas clave para la introducción de la Ley SOX y encuentra rendimientos anormales acumulados significativamente negativos para las compañías norteamericanas y extranjeras (cotizadas en Estados Unidos) que ya cumplían las provisiones de la Ley con anterioridad. El autor interpreta este hallazgo como un indicador de que la reforma ha comportado costes netos para las empresas. Mediante un análisis de corte transversal de los rendimientos anormales acumulados, Zhang también investiga las

fuentes del coste privado neto. En particular, el autor constata que dicho coste tiende a ser menor para las empresas que, con anterioridad, efectuaban un mayor gasto en servicios distintos a los de auditoría o cuyo negocio era más complejo. Asimismo, constata un mayor coste para las empresas que reconocían menores derechos a sus accionistas. Akhigbe y Martin (2006), en un estudio limitado al sector financiero, concluyen que el impacto de la reforma en el mismo fue positiva, salvo para las casas de valores. Los autores atribuyen el resultado globalmente positivo para el sector a la existencia en el mercado de expectativas de mejora de la transparencia asociadas a la implantación de la Ley y sugieren que las características de gobierno corporativo y transparencia previas de las empresas determinan la heterogeneidad del impacto en la muestra. En conjunto, los estudios sobre la reforma SOX apuntan hacia un efecto negativo en la mayoría de los sectores, pero sugieren que los resultados varían en función de la capacidad de las compañías para absorber los costes de cumplimiento y de su potencial para beneficiarse de una regulación más estricta.

Una tercera línea de trabajos igualmente interesante se refiere al impacto de los cambios entre regímenes de regulación, bien por elección de la empresa bien por decisión del regulador o del propio mercado. Así, Macey y otros (2005) investigan el efecto sobre el precio y la liquidez de una muestra de valores obligatoriamente excluidos de la Bolsa de Nueva York por incumplimiento de los requisitos de permanencia y que pasaron a ser negociados en los denominados *Pink Sheets*, un mercado OTC que no exige registro previo de los valores en la SEC y en el que las empresas no están, por lo tanto, necesariamente sujetas a las obligaciones de información exigidas por la ley federal. Este trabajo pone de manifiesto que, tras el cambio de mercado, los precios caen considerablemente y tanto los márgenes de compraventa como la volatilidad tienden a incrementarse, mientras que el efecto sobre los volúmenes negociados es menos acentuado. Por su parte, Leuz y otros (2007) analizan el comportamiento de 480 compañías que voluntariamente optaron por darse de baja en el registro de la SEC durante el período 1998-2004. En línea con la mayoría de las investigaciones sobre el impacto de la reforma SOX, los autores dan cuenta de un significativo aumento de las bajas voluntarias en el registro a partir de octubre de 2002, coincidiendo con el anuncio de la reforma, y de una menor frecuencia de las mismas a partir de febrero de 2004, tras la introducción de correcciones tendentes a suavizar el impacto de la Ley en las compañías de menor tamaño. En concordancia, asimismo, con otros trabajos, Leuz y otros señalan que, en las empresas que se dan de baja, la calidad del gobierno corporativo tiende a ser menor y sus perspectivas, peores que en las empresas que continúan registradas. Así pues, los trabajos basados en los cambios de mercado o régimen de regulación sugieren un efecto negativo sobre el precio y la liquidez cuando el cambio supone una menor calidad de los estándares. Sin embargo, como subrayan Leitterstorf y otros (2008), los efectos en el precio pueden reflejar más una señalización de las perspectivas de la compañía que el impacto de una regulación menos estricta.

Leitterstorf y otros se refieren, finalmente, a dos trabajos que consideran especialmente ilustrativos en el actual contexto británico, en el que se discute, entre otras cosas, si debe mantenerse un régimen obligatorio de requisitos de admisión más estricto que la normativa comunitaria. El primero de ellos es el de Arcot y Bruno (2007), que analiza el impacto de distintos grados de cumplimiento del *Combined Code*, un código de buen gobierno voluntario basado en el principio “*cumple o explica*”, y la valoración de las compañías en bolsa. Los autores, que utilizan una muestra

de 245 compañías no financieras del índice FTSE 350 para el período 1998-2003, miden el grado de cumplimiento del Código de dos maneras distintas: a) contando exclusivamente el número de recomendaciones que se cumplen (“*tick box compliance*”) y b) considerando también como cumplimiento las explicaciones razonadas en caso de desviación (“*comply or explain*”). A partir de aquí, los autores comparan el rendimiento bursátil de las compañías de elevado grado de cumplimiento con las de bajo grado durante un período de cinco años y obtienen que las primeras superan significativamente a las segundas sólo cuando se utiliza la medida b). El segundo trabajo es el de Bushee y Leuz (2005), que analiza el impacto de la introducción de los requisitos obligatorios de información de la SEC para todas las empresas cotizadas en el *OTC Bulletin Board* en 1999. Con anterioridad a esta medida, sólo una parte de las empresas cotizadas en este mercado OTC estaban registradas en la SEC, bien voluntariamente, bien por verse afectadas por la norma federal en razón de determinadas características. Tras la introducción de la medida, las empresas no dispuestas a someterse al nuevo régimen de transparencia podían migrar al mercado *OTC Pink Sheets*. Bush y Lee analizan el impacto del cambio regulatorio comparando los rendimientos anormales de los tres grupos de empresas en los que divide la muestra: (i) las que deciden pasar a *Pink Sheets* (“no cumplidoras”), (ii) las que previamente no cumplían, pero que deciden permanecer en el *OTC Bulletin Board* (“nuevas cumplidoras”) y (iii) las que ya cumplían previamente (“ya cumplidoras”). Tras la introducción de la medida, estas últimas presentan rendimientos anormales positivos significativos y ven incrementada su liquidez, lo que sugiere la existencia de externalidades positivas asociadas a la medida. Las “nuevas cumplidoras” exhiben rendimientos anormales negativos en torno a las fechas de introducción de la medida que reflejan el impacto de los costes de cumplimiento, pero su liquidez también aumenta de forma significativa. En cuanto a las empresas “no cumplidoras”, la medida comporta rendimientos anormales negativos y descenso de la liquidez, que se mantienen incluso durante períodos sostenidos en su nuevo mercado.

En resumen, mientras que las comparaciones entre países y empresas sugieren una asociación positiva entre la calidad de la regulación y la valoración de las empresas o la liquidez de sus valores, los estudios basados en cambios entre regímenes de regulación o en cambios de la normativa destacan la existencia de costes de cumplimiento que pueden ser elevados. Sin embargo, los resultados de este tipo de estudios deben ser interpretados cuidadosamente porque, en ocasiones, pueden reflejar expectativas del mercado sobre la propia compañía más que el impacto del cambio en la regulación. En cuanto al grado de flexibilidad de la regulación, el trabajo de Arcot y Bruno (2007) apoya la idea de que un régimen que permita elegir a las empresas entre distintas alternativas de regulación puede ser socialmente eficiente si los inversores están en condiciones de distinguir entre ellos. Sin embargo, el establecimiento de un régimen obligatorio también puede generar externalidades positivas en determinadas condiciones, incrementando, por ejemplo, la reputación del mercado o del segmento del mercado afectado, como se pone de manifiesto en Bushee y Leuz (2005).

7. Regulación pública vs. normas propias del mercado

Aun cuando el retraso en la aprobación de las normas propias de los mercados y la consiguiente prórroga del Reglamento de Bolsas generan algunas dudas, el diseño actual de la regulación española en materia de admisión a bolsa sigue, en líneas generales, el esquema predominante en Europa. La regulación pública española es, en esencia, una regulación de mínimos (comunitarios), con muy pocos criterios cuantitativos y centrada, fundamentalmente, en las obligaciones de información sobre los emisores. Por tanto, los mercados disponen de un amplio margen para exigir, si así lo desean, condiciones suplementarias a través de sus propias normas. Los mercados españoles pueden adoptar, asimismo, decisiones de suspensión y exclusión, aunque en este punto, a diferencia de lo que sucede en otros países europeos, la regulación da una clara preeminencia a la iniciativa de la CNMV.

En principio, este sistema basado en la flexibilidad tiene una clara ventaja en términos de competitividad para los mercados. Las bolsas españolas desarrollan hoy su actividad en un marco donde los emisores pueden decidir en qué mercado solicitan la admisión a cotización de sus valores, sin restricciones de territorialidad, por lo menos en la Unión Europea. Dado que las bolsas deben adaptar sus servicios a las necesidades de los inversores y de los emisores, les conviene disponer, generalmente, de una oferta de sistemas o plataformas de negociación variada. La disponibilidad de un razonable grado de autonomía en las condiciones de admisión y permanencia a través de sus propias normas puede facilitar un diseño más competitivo de sus productos y un ajuste más rápido a las demandas de emisores e inversores.

El regulador no debería ignorar que la existencia de potenciales conflictos de interés puede dar lugar, bajo determinadas condiciones, a un sesgo de las decisiones de las bolsas en perjuicio de la protección del inversor, pero también debe tener en cuenta el efecto en sentido contrario de la reputación, un activo intangible que en el caso de los mercados está asociado a una percepción de integridad por parte de los inversores, como se pone de manifiesto, por ejemplo, en Huddart y otros (1999) y en Pritchard (2003). Por otra parte, el regulador siempre puede establecer una reserva de competencia a su favor respecto a las decisiones del mercado que le permita revertir aquellas que considere lesivas para la protección de los inversores.

El regulador puede tener razones para no renunciar a fijar un criterio exigente sobre algunas cuestiones a través de la regulación pública. Este es, básicamente, el argumento utilizado en el Reino Unido respecto a las denominadas normas “superequivalentes” y que encuentra una posible justificación en la generación de externalidades positivas. En el caso español, quizás pueda existir una sensibilidad en esta di-

rección respecto a los requisitos sobre el historial de beneficios previo de la empresa y la distribución de las acciones, que en el Real Decreto 1310/2005 se ajustan a los mínimos comunitarios, si bien el Reglamento de Bolsas contempla condiciones más restrictivas. Lo mismo podría pensarse de algunos requisitos cuantitativos de permanencia, como la frecuencia o el volumen de negociación. Estas normas podrían facilitar la identificación de los segmentos punteros del mercado español, como el mercado continuo o los valores susceptibles de formar parte del Ibex 35, y ayudarían a los inversores a distinguir estos segmentos de otros con valores menos líquidos, como los actuales corros o el segundo mercado.

Sin embargo, no es obvio que estas condiciones sólo puedan ser implantadas a través de la regulación pública. Por razones de reputación y competitividad, los mercados pueden tener incentivos para adoptarlas por su cuenta, modulándolas de acuerdo con su oferta de sistemas y plataformas de negociación y realizando, de este modo, la calidad de los valores admitidos a negociación, por lo menos en algunos segmentos. Si se optase por esta vía, el regulador debería asegurarse de que los inversores pueden distinguir con claridad entre los distintos segmentos del mercado en función de la calidad de la regulación. Además, debería reservarse la posibilidad de revertir decisiones del mercado que estimase claramente perjudiciales para la protección del inversor. Para promover una iniciativa de este tipo, podría resultar conveniente que el regulador propusiese una discusión pública, invitando a participar en la misma a emisores, inversores, intermediarios y mercados, o que solicitase directamente a estos últimos la presentación pública de propuestas.

8. Conclusiones

La regulación española en materia de admisión a bolsa ha adoptado un criterio similar al de los principales países de la Unión Europea, salvo el Reino Unido. En síntesis, la regulación pública refleja los mínimos establecidos por las directivas relevantes y deja en manos de los mercados una notable autonomía para fijar condiciones más restrictivas. Sin embargo, las bolsas españolas aún no han adoptado normas propias en esta materia. Una consecuencia de ello es la prórroga del capítulo V del Reglamento de Bolsas. Aunque algunos requisitos contenidos en esta norma pueden considerarse simplemente como criterios más restrictivos en el sentido del artículo 8.1 de la CARD, la prórroga suscita cierta confusión sobre la compatibilidad de otros requisitos con las disposiciones contenidas en el Real Decreto 1310/2005.

La delegación de un considerable margen de autonomía en los mercados otorga a estos flexibilidad para modular los requisitos de admisión en los distintos segmentos de negociación. Se trata, por lo tanto, de un enfoque que favorece la competitividad de las bolsas españolas en el contexto europeo. Pero los beneficios en términos de competitividad que se desprenden del marco legislativo actual no deben suponer una merma en el grado de protección de los inversores y en la percepción de calidad que actualmente existe respecto al mercado español. Por tal motivo, puede resultar aconsejable el establecimiento de normas más exigentes que las que actualmente recoge el Real Decreto 1310/2005 en algunos aspectos, por lo menos para el mercado continuo. En particular, puede ser conveniente introducir normas adicionales respecto al historial de beneficios exigible a los emisores y a la distribución de las acciones entre el público. También puede resultar conveniente asegurar la existencia de requisitos cuantitativos claros en materia de permanencia, como los referidos a la frecuencia de negociación.

No resulta evidente, sin embargo, la necesidad de que tales requisitos se introduzcan mediante regulación pública. Dado que los mercados pueden verse incentivados a adoptarlos por razones de reputación y competitividad, parece prudente concederles la iniciativa en esta materia. Para impulsar el proceso, el regulador puede propiciar una consulta pública sobre la conveniencia de tales requisitos y solicitar a los mercados la presentación de propuestas razonadas. En cualquier caso, el regulador debería asegurarse de que los inversores pueden distinguir claramente entre los distintos segmentos del mercado en función de la calidad de los estándares exigidos. Asimismo, el regulador debería reservarse la potestad de revocar las decisiones de los mercados que considerase claramente perjudiciales en términos de protección de los inversores.

Bibliografía

- Admati, A. y P. Pfleiderer (2000): "Forcing firms to talk: Financial disclosure regulation and externalities". *The Review of Financial Studies* 13, 479-519.
- Akhigbe, Aigbe y Anna D. Martin (2006): "Valuation Impact of Sarbanes-Oxley: Evidence from disclosure and governance within the financial services industry". *Journal of Finance* 30, 989-1006.
- Arcot, Sridhar R., J. Black y Geoffrey Own (2007): "From local to global: The rise of AIM as a stock market for growing companies". Informe encargado por la Bolsa de Londres.
- Benston, G. (1969): "The value of the SEC's accounting disclosure requirements". *The Accounting Review* 54, 515-532.
- Benston, G. (1973): "Required disclosure and the stock market: An evaluation of the Securities Exchange Act of 1934". *The American Economic Review* 63, 132-155.
- Bhattacharya, Utpal (2006): "Enforcement and its impact on cost of equity and liquidity of the market". Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=952698>.
- Bruno, Valentina G. y Stijn Claessens (2007): "Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing". CEPR Working Paper n.º. 6108. Disponible en <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP6108.asp>.
- Bushee, Brian J. y Christian Leuz (2005): "Economic consequences of SEC disclosure regulation". *Journal of Accounting and Economics* 39, 233-264.
- Coffee, J. (1984): "Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system". *Virginia Law Review* 70, 717-753.
- Dye, R. (1990): "Mandatory versus voluntary disclosures: The cases of financial and real externalities". *The Accounting Review* 65, 1-24.
- Fields, T., Lys, T. y Vicent, L. (2001): "Empirical research on accounting choice". *Journal of Accounting Finance* 44, 382-401.
- Financial Services Authority (2008): "A Review of the Structure of the Listing Regime". Discussion Paper 08/1.
- Fishman, M. y K. Hagerty (1989): "Disclosure decisions by firms and the competition for price efficiency". *Journal of Finance* 44, 633-646.
- Friend, I. y E. Herman (1964): "The SEC through a glass darkly". *Journal of Business* 37, 382-401.

- Greenstone, M. Oyer, P. y A. Vissin-Jorgensen (2005): "Mandated disclosure, stock returns, and the 1964 Securities Acts Amendments". NBER Working Paper n^o. W11478. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=760171>.
- Healy, P. y Palepu, K. (2001): "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature". *Journal of Accounting and Economics* 31, 405-440.
- Hirshleifer, J. (1971): "The private and social value of information and the reward to incentive activity". *The American Economic Review* 61, 561-574.
- Huddart, S., J. Hughes y M. Brunnermeier (1999): "Disclosure requirements and stock exchange listing choice in an international context". *Journal of Accounting and Economics* 26, 237-269.
- La Porta, Rafael, Florencio López-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny (1997): "Legal determinant of external finance". *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio López-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny (1998): "Law and finance". *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, Rafael, Florencio López-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny (2002): "Investor protection and corporate valuation". *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- Macey, Jonathan, Maureen O'Hara y David Pompilio (2005): "Down and out in the stock market: The law and the economics of the delisting process". Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=583401>.
- Leitnerstorff, Susanne, Petronila Nicoletti y Christian Winkler (2008): "The UK listing rules and firm valuation". *FSA Occasional Paper Series* 28, 10-16.
- Leuz, Christian, Alexander Triantis y Tracy Yue Wang (2007): "Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistration". Próxima publicación en *Journal of Accounting and Economics*.
- Pritchard, Adam C. (2003): "Self-regulation and securities markets". Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=318939>.
- Seligman, J. (1983): "The historical need for a mandatory corporate disclosure system". *Journal of Corporate Law* 9, 1-33.
- Stigler, G. (1964): "Public regulation of the securities markets". *Journal of Business* 37, 117-142.
- Verrecchia, R. (2001): "Essays on disclosure". *Journal of Accounting and Economics* 32, 91-180.
- Zhang, Ivy Xiyang (2007): "Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002". Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=961964>.