

La desmutualización de las sociedades rectoras de las bolsas españolas

Manuel Castilla

INTRODUCCIÓN

En los últimos años, la estructura de propiedad típica de los principales mercados de valores internacionales ha experimentado un significativo cambio que ha supuesto el abandono de la fórmula mutualista de la que históricamente se habían servido. Con el término desmutualización se alude a la reforma del régimen de titularidad de las organizaciones rectoras de las bolsas de valores, que dejan de tener como accionistas exclusivos a los intermediarios que actúan en ellas, para permitir la participación en su capital de personas externas a su organización. Este proceso de apertura del accionariado afecta a los principales mercados organizados de valores mundiales –por ejemplo, el Lse (London Stock Exchange) o el Nyse (New York Stock Exchange)–, que están incurriendo en diferentes estadios del mismo, y coincide en el tiempo con un proceso de concentración entre los mercados bursátiles que, especialmente en Europa, está alterando definitivamente la organización de este sector del sistema financiero.

Las bolsas españolas no son ya –no podían serlo– ajenas a estas transformaciones. En la Ley de Medidas de Acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado (pendiente de aprobación), se abre el camino a la desmutualización de las bolsas españolas (*rectius*, de sus sociedades rectoras) favoreciéndose su participación en la referida dinámica de concentración de los mercados de valores europeos. En concreto, el artículo 53 de la referida disposición reforma el contenido de los artículos 47 y 48 de la LMV (1) para suprimir el régimen imperativo de titularidad mutual de las sociedades rectoras de las bolsas de valores.

En este trabajo, analizamos el significado general de la desmutualización, y las posibilidades que, en

concreto, los nuevos artículos 47 y 48 de la LMV confieren a las sociedades rectoras de las bolsas de valores españolas. Para ello, en la parte I examinamos los fundamentos de la propiedad mutual y las transformaciones en el sistema financiero y su entorno, que han hecho palidecer sus virtudes originales. En la parte II, analizamos la lógica de la desmutualización, es decir, aquello que la apertura del capital a accionistas externos aporta a la eficiencia de las bolsas de valores. En la parte III, exponemos la articulación de la desmutualización en nuestro ordenamiento, analizando los cambios respecto al régimen precedente de la LMV, las especialidades que se prevén para las nuevas sociedades rectoras y los problemas de organización de nuestros mercados que los nuevos preceptos no acaban de solucionar.

I. LA DESAPARICIÓN DE LOS FUNDAMENTOS DE LA PROPIEDAD MUTUAL

1. Bolsas de valores y sociedades rectoras

Conviene delimitar, con carácter previo, qué son los mercados organizados de valores, porque su "naturaleza" viene resultando especialmente esquiva para sus estudiosos. Los trabajos clásicos sobre organización de la producción distinguen mercados y empresas (2), categorías en las que parecen asimilarse sin problemas la mayoría de las realidades institucionales observadas en la economía. Mucho menos pacífico ha resultado la clasificación de los mercados organizados de valores, los cuales han sido adscritos, en unas ocasiones, a la categoría de empresas, y en otras a las de mercado, aunque también se ha reivindicado para ellos un carácter híbrido, o incluso negado que la clasificación anterior sirva para categorizarlos (3).

Sin ánimo de mediar en una querrela cuasiescolástica, creemos que los conceptos mercado y empresa son suficientes –y necesarios– para explicar qué es una Bolsa y qué se desmutualiza. Una Bolsa (4) implica necesariamente la existencia de un mercado, es decir, un foro para la negociación de un bien o servicio. Pero lo que define a una Bolsa es que el mercado se somete a una organización: nada impide que tal organización sea una empresa.

Nuestra legislación incorpora implícitamente esta distinción. En efecto, en sus artículos 45 y 46, la LMV se refiere a las bolsas como mercados secundarios de valores. Esta noción legal de Bolsa se contrapone a la de sociedad rectora, prevista en el artículo 47 LMV, ente al que se atribuye la gestión del citado mercado y la titularidad de los medios necesarios para el desarrollo de los intercambios en que éste consiste. Son, por supuesto, de estas sociedades rectoras de quienes se predica la desmutualización.

A nuestro modo de ver, negar el carácter de empresa de las sociedades rectoras es conceder relevancia a la forma sobre la sustancia (5). Es cierto que durante años estas entidades no soportaron competencia de otras bolsas rivales, pero nadie niega que una empresa monopolista sea una empresa. Es verdad también que, tradicionalmente, excluyeron de sus fines el reparto directo de una ganancia, pero también lo hacen muchas otras empresas cooperativas, de cuyo carácter de tales nadie duda: en ambos casos, el beneficio lo obtienen los socios en la realización de la actividad mutualista. En cualquier caso, hoy, aún admitiendo que tales aspectos tengan un valor esencial en la definición de empresa, han dejado de ser un obstáculo relevante para nuestros propósitos: ni las bolsas ostentan ya un monopolio sobre la negociación de valores, ni es preciso que desechen el lucro de entre sus objetivos (6).

2. Historia de la propiedad mutual y fundamento económico

En España, el modelo de propiedad cooperativo –o, por ser más precisos, mutual– no fue introducido hasta 1988, con la entrada en vigor de la LMV. En nuestro derecho histórico, las bolsas de comercio habían venido configurándose como entes de derecho público, en manos de agentes estatales que gozaban de un monopolio para la prestación de los servicios de intercambio de valores. Esta estructura jurídica –común a todas las bolsas del área jurídica latina– se ha explicado por su origen vinculado a la acción estatal (7).

Con la LMV se lleva a cabo la “privatización” de nuestras bolsas en un doble sentido. En primer lugar, la gestión de los mercados dejó de estar en manos públicas, para, al modo del modelo anglosajón, transferirse su titularidad a una organización formada exclusivamente por los intermediarios del mercado. En segundo lugar –y probablemente es la innovación más significativa de la reforma de 1988–, se modificó la naturaleza jurídica de los intermediarios, sustituyéndose los agentes de cambio y bolsa por meras sociedades privadas, cuyo acceso al negocio de los servicios de inversión se hace depender, desde entonces, de una mera autorización administrativa.

En cuanto a la organización gestora del mercado, como sabemos, se adoptó para ella la fórmula de sociedad anónima, cuya propiedad se restringió en favor de los miembros del mercado (8). Debe notarse que la participación en la propiedad del mercado se configuró en nuestro ordenamiento como una obligación, de forma que se creó un vínculo necesario entre los estatutos de miembro de la Bolsa y accionista de su sociedad rectora.

Esta solución es expresiva de la doble lógica económica de la propiedad mutual: por un lado, es un mecanismo de restricción del acceso al mercado, por otro, es un instrumento que sirve a la reducción de los costes en los servicios de inversión.

En cuanto a lo primero, Steil (1998) considera que el origen de la propiedad mutual está en la imposibilidad de albergar a todos los inversores en un mismo espacio físico, lo que obligó a limitar el acceso a las instalaciones de los mercados, convirtiéndose sus miembros en los intermediarios para el resto de los inversores, quienes, de un modo u otro (9), habían de utilizar sus servicios para cerrar las operaciones. En última instancia, la propiedad cooperativa de las bolsas no sería más que el resultado de un estado de la tecnología, que no permitía conducir de modo eficiente la negociación con un número excesivo de inversores.

Desde la segunda perspectiva, se ha explicado la adopción de un esquema de propiedad mutual por las bolsas como una expresión más de un fenómeno generalmente detectado en la economía, consistente en la consolidación de empresas que suministran ciertos bienes y servicios con otras empresas que necesariamente deben utilizarlos, a fin de reducir los costes de transacción en los contratos de suministro (Ferrari, 1998). El razonamiento puede resumirse como sigue. Las bolsas han gozado históricamente de un monopolio sobre la actividad de intercambio de valores,

que les hubiera permitido cobrar un precio ineficiente por tales servicios. Los intermediarios habrían preferido asumir los costes derivados de la propiedad del mercado (*ownership costs*) que los mayores que hubiera causado la contratación en un contexto sin la suficiente competencia (10).

Aunque, ambas explicaciones aportan una luz considerable, ninguna termina de esclarecer la cuestión. Los argumentos de Steil no explican por qué la restricción de entrada al mercado se instrumentó, precisamente, mediante el sistema de propiedad mutua y no mediante otros mecanismos, igualmente útiles a tal fin. En cuanto al análisis de Ferrarini, no aclara por qué la propiedad fue atribuida a los intermediarios en vez de a los perceptores finales de los servicios de inversión: los inversores.

A nuestro modo de ver, existe un vínculo entre las restricciones de entrada al mercado y sus costes de funcionamiento, y entre éstos y el sistema de propiedad mutua. Las restricciones de entrada fueron una exigencia del funcionamiento de los intercambios en las bolsas. El objeto de los intercambios bursátiles son valores cuya existencia no queda acreditada durante las sesiones. Tampoco su precio se desembolsa de manera inmediata. Por esta razón, la solvencia financiera y jurídica de los contratantes es la principal garantía con la que cuentan sus contrapartes para asegurar la ejecución final de sus operaciones. Pero, como quiera que la contratación en Bolsa exige una veloz toma de decisiones, no existe el tiempo suficiente para acreditarse de las condiciones de las personas con quien se negocia. Por ello, nadie tomará el riesgo de negociar con desconocidos, cuyo futuro comportamiento resulta impredecible. Dicho de otra manera, éste es un contexto en el cual los costes de control (*monitoring costs*) (11) sobre un conjunto ilimitado de participantes son prohibitivos.

La propiedad mutua ha actuado como un mecanismo de control del correcto comportamiento de los participantes en Bolsa. Para participar en la contratación, es preciso cumplir con las obligaciones derivadas del estatuto de socio, que aseguran al resto de participantes las condiciones que otorgan una mayor seguridad a sus operaciones. Los intermediarios poseen incentivos que les mueven a cumplir tales obligaciones estatutarias: infringirlas significa dejar de ser socio, y con ello se pierde por completo la posibilidad de participar en el negocio de la intermediación; además, como propietarios, sufren los beneficios o perjuicios del mayor o menor éxito del mercado, el cual depende, en buena parte, de su comportamiento.

Por otra parte, la fórmula de la participación en una sociedad evita la necesidad de un contrato entre cada uno de los socios que asegure el cumplimiento recíproco de sus obligaciones. El vínculo social obliga a todos los socios a adecuar su comportamiento con el resto a las reglas que se establezcan, sin necesidad de que medie entre ellos un contrato explícito (12).

3. Transformaciones en el contexto de los mercados de valores en los últimos dos decenios: la pérdida del monopolio de las bolsas

La desmutualización de las principales bolsas mundiales se explica por los profundos cambios ocurridos en su entorno en los últimos quince años. Durante este periodo, hemos asistido a un crecimiento de la competencia entre mercados organizados de valores, que hace inservible el paradigma monopolista en la regulación, gestión y análisis de estas entidades. El modelo de propiedad mutualista fue una solución eficiente para organizar la propiedad de los bolsas cuando monopolizaban el mercado de valores en una cierta área geográfica, pero, perdido el monopolio, la titularidad cooperativa ha devenido un inconveniente para el buen porvenir de estas entidades.

Se ha dicho que la pérdida del monopolio bursátil es el resultado de un paisaje financiero nuevo, caracterizado por significativos cambios tecnológicos, por la internacionalización de los mercados y por la irrupción de los sistemas alternativos de contratación. Éste es un modo simple de aproximarse a la interacción compleja de estos fenómenos: desde otra perspectiva, es la competencia entre mercados la fuerza que ha estimulado la búsqueda de nuevas soluciones técnicas y financieras y ha demandado la revisión de la respuesta regulativa pública. Por esta razón, más que un modelo de su interrelación, se hace aconsejable un enfoque contextual.

Tecnología. En estos lustros, han sido constantes las innovaciones tecnológicas en materia de telecomunicaciones y proceso de datos, que han transformado el modo de conducir el intercambio de los valores negociados, permitiendo a inversores e intermediarios un control mucho más cercano de la evolución de la contratación. Como es sabido, desde mediados de los ochenta, el empleo de terminales informáticas había venido permitiendo a los intermediarios el acceso remoto a los sistemas de contratación. Mediante esta tecnología –en España, adoptada pronto por el Sistema de Interconexión Bursátil (SIB) (13)–, los intermediarios introducen las órdenes desde su propia

sede, lo que ha llevado a la desaparición en muchas bolsas de la contratación de viva voz. La expansión de internet, en la segunda mitad de la década de los noventa, implica un cambio cuyas consecuencias son aún más significativas que las innovaciones de la década precedente. Internet permite a los inversores acceder directamente a los sistemas de contratación, introduciendo sus órdenes en tiempo real, sin necesidad de contar con los servicios de un intermediario que gestione sus órdenes. Nuevos mercados organizados, e incluso algunas bolsas tradicionales, comienzan a aprovechar esta posibilidad. El acceso directo de los inversores se configura como el primer factor de cambio en el horizonte próximo de los mercados.

Internacionalización. La competencia internacional entre bolsas provino, en primer lugar, del empleo de instrumentos financieros –como los ADR– que permitiesen conducir la negociación de valores en diferentes mercados internacionales, rompiendo el histórico confinamiento de los emisores en sus bolsas nacionales (14).

En la década de los noventa, la multinegociación es sólo una faceta de la rivalidad entre plazas bursátiles. En este período, han sido creados foros de contratación con vocación de convertirse en la vía primaria para que determinados emisores puedan acceder al ahorro público, sin necesidad de ser previamente admitidos a negociación en sus respectivos mercados nacionales. Es el caso de EASDAQ (15), el mercado paneuropeo para pequeñas y medianas empresas (16). EASDAQ permite a las PYME europeas acceder directamente a la inversión procedente de todos los estados miembros de la UE, superando las barreras derivadas de la fragmentación de las bolsas y reduciendo el coste de capital de aquéllas.

Parecidas aspiraciones posee la red de mercados EURO.NM, creada a principios de 1996 para integrar en una plataforma de negociación común los “nuevos mercados” creados en toda Europa a la sombra de las principales bolsas, como respuesta a las especiales necesidades de las empresas es los sectores tecnológicos (17).

Sistemas alternativos de contratación. La competencia por la captación de *order flow* se hace todavía más encarnizada en la segunda mitad de los noventa, con el auge de los sistemas alternativos de contratación a las bolsas establecidas (18). Estas nuevas entidades compiten con los mercados tradicionales mediante el empleo de las tecnologías de transmisión de la información en tiempo real –principalmente internet–

y sistemas computerizados de gestión de órdenes. Aunque la proliferación de estas empresas, la variedad de los servicios que cada una ofrece y el diferente tratamiento que en cada ordenamiento jurídico se les concede hace imposible reducirlas a un patrón común, todavía es posible identificar ciertos rasgos que las diferencian de los mercados tradicionales (19). Las características diferenciales conciernen, principalmente, al sistema de contratación empleado, que suele permitir a los inversores introducir las órdenes por sí mismos (20), y a la estructura de su propiedad, que excluye la forma mutualista a favor de mecanismos convencionales de titularidad privada.

Si los sistemas alternativos de contratación responden a las preferencias de ciertos inversores es, en gran parte, por la citada posibilidad de evitar la interposición de un comisionista. Es notable, sin embargo, que la elección de esta vía no obedezca a una misma razón para todos los inversores: dependiendo de la informatividad de sus órdenes, éstos tienen diferentes incentivos para evitar al intermediario. Mientras para los pequeños inversores sólo se trata de ahorrarse el pago de una comisión (21), en el caso de los inversores sofisticados, la elección de un foro de contratación alternativo es síntoma de la preferencia por el anonimato en la ejecución de sus operaciones (22).

El éxito de los sistemas alternativos de contratación, dando respuesta a necesidades no satisfechas por los mercados tradicionales, puede verse como una consecuencia de su titularidad privada abierta –no mutual–, que permite una más eficiente orientación de gestión hacia los inversores, como clientes directos del mercado, y no de sus intermediarios.

4. Competencia comunitaria, regulación española

La historia reciente de los mercados de valores europeos está marcada por la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI). Las reglas contenidas en la DSI impiden a los estados miembros crear obstáculos legales a la competencia entre las diferentes entidades que participan en el negocio de la intermediación bursátil en la Unión Europea.

Por lo que a las bolsas nacionales se refiere, con la DSI, pierden la posibilidad de blindar su posición frente a entidades rivales mediante regulaciones favorecedoras de una posición de privilegio. Esta política regulativa de remoción de las barreras a la competencia entre bolsas tiene un nombre preciso: desconcentración. Con ella, se pretende asegurar la

libertad de emisores, intermediarios e inversores para escoger el "mercado regulado" donde desean conducir sus operaciones, sin que las regulaciones nacionales puedan coartar, directa o indirectamente, su selección.

La liberalización de la negociación en las bolsas europeas se articula sobre la categoría de "mercado regulado", a la que pueden acceder aquellos foros de contratación que cumplan las condiciones establecidas en el artículo 1, núm. 13, DSI (23), en relación con el funcionamiento del mercado, la admisión a negociación y las normas de transparencia y *reporting*.

La laxitud de estos requisitos –en especial, el de transparencia de las operaciones– ha permitido que la práctica totalidad de las bolsas europeas hayan sido reconocidas como mercados regulados.

Aunque la desconcentración no se limita a los "mercados regulados", la DSI permite a los estados miembros establecer que la decisión de conducir una operación en mercados no reconocidos como "regulados" pueda ser sometida a autorización por las legislaciones nacionales (24). De ahí que el derecho comunitario cree un sesgo en favor de la negociación en "mercados regulados" –recogido, después, por las disposiciones de implementación–, lo que convierte la pertenencia a esta categoría en un objetivo deseable para todas las entidades dedicadas a facilitar el encuentro de las órdenes de los inversores en valores.

Para aspirar al reconocimiento como "mercado regulado" comunitario, no es preciso adoptar una forma jurídica precisa. Ello hace posible que los nuevos sistemas privados de contratación adquieran el estatuto de "mercado regulado" (25) en igualdad de condiciones con las bolsas tradicionales, a cuyo fin, les basta con cumplir con las "suaves" condiciones del artículo 1º DSI y encontrar una autoridad nacional dispuesta a reconocerlos como tales.

La libertad para escoger el mercado regulado en el que negociar se traduce en un marco de completa competencia entre los foros de contratación comunitarios –con independencia de su origen, modelo de propiedad o gestión– que debe repercutir en el beneficio del inversor y del conjunto del sistema financiero. La ausencia de armonización de la regulación interna de los mercados es el corolario lógico de un entorno de rivalidad entre estas instituciones. Puesto que la satisfacción del inversor es el factor que arbitra el éxito de un foro de contratación, sólo aquellos que se organicen de modo eficiente conseguirán sobrevivir a la competencia de sus rivales. La competencia entre "mercados de valores" se transforma en competencia

entre las regulaciones nacionales de cada estado miembro, la bondad de las legislaciones internas que regulan la estructura y organización de sus bolsas ha de verificarse en el mercado europeo de los servicios de inversión, en el que éstas han de competir en condiciones de igualdad con otras bolsas tradicionales y con sistemas alternativos de contratación.

Se comprende, desde esta perspectiva, la libertad que el nuevo artículo 48 LMV concede a las sociedades rectoras de nuestras bolsas para decidir el modelo de propiedad que estimen más oportuno. El antiguo contenido del artículo 48 LMV fosilizaba la estructura jurídica de nuestras bolsas, obligándolas a adoptar el modelo de propiedad mutua, sin dejar alternativa legal alguna para su modificación por los miembros del mercado. Siendo ciertos los beneficios que la creación de este sistema de propiedad tuvo en 1988, en el entorno jurídico actual se había convertido en una amenaza para la competitividad de nuestros mercados.

La reforma de los artículos 47 y 48 LMV es sólo un síntoma del profundo cambio de orientación en la regulación de los mercados de valores españoles a que obligan el principio de mutuo reconocimiento y la política de desconcentración, que es una expresión parcial del primero. La legislación española en la materia debe, ahora, compatibilizar sus objetivos tuitivos con la garantía de la posición competitiva internacional de las principales entidades de nuestro sistema financiero, evitando que la regulación nacional les imponga costes excesivos.

II. LA LÓGICA DE LA DESMUTUALIZACIÓN

1. Desmutualización y gestión de las sociedades rectoras

La desmutualización es consecuencia de la necesidad de las bolsas de adaptarse al nuevo entorno competitivo, en el que la estructura de propiedad cooperativa ha dejado de ser un mecanismo eficiente para organizar la titularidad de los mercados. En un ambiente de rivalidad entre foros de contratación, la restricción de la propiedad a favor de los miembros estrangula las vías de financiación del mercado y perjudica su gobierno.

En efecto, una ventaja evidente que proporciona la desmutualización es la apertura de nuevas fuentes de suministro de recursos propios. Los mercados mutuales han limitado tal vía de financiación a las aportaciones de sus miembros. Históricamente, la

restricción de las posibilidades financieras de las sociedades rectoras no ha tenido consecuencias apreciables: el negocio de la Bolsa, en sí, no necesitaba inversiones excesivamente elevadas, que no hacían necesario acudir a financiadores extraños (Ferrarini, 1998, página 253). Hoy, las circunstancias han cambiado y, con ellas, la demanda de capital. La tecnificación de la contratación ha convertido la Bolsa en un negocio más caro, que requiere de inversiones crecientes en tecnología, organización y supervisión. Además, las fuentes tradicionales que las bolsas han podido utilizar para financiar sus inversiones –como, por ejemplo, los cánones de admisión a cotización– se ven ahora constreñidas en su cuantía por los precios fijados en entidades de contratación rivales. Un precio demasiado alto desviará emisores e inversores hacia la competencia.

Aceptando las ventajas en cuanto a la financiación, los factores de mayor peso en la desmutualización de los mercados son los relacionados con la mejora de su gobierno. A nuestro modo de ver, la apertura del accionariado de las sociedades rectoras hace más eficiente su gestión por dos razones: porque reorienta su gobierno hacia las demandas del inversor y porque elimina un sistema de decisión, basado en la igualdad de voto, que conduce a decisiones contrarias al bienestar económico total de sus miembros. Examinamos inmediatamente el primero de los argumentos, dejando el segundo para el próximo apartado.

Las bolsas organizadas bajo fórmulas de propiedad mutual –que, por lo general, no conceden acceso directo a los sistemas de contratación– no tienen al inversor por cliente directo: los inversores son clientes de los intermediarios, quienes, a su vez, son los clientes del mercado, cuya propiedad consolidaron en sus manos, por los argumentos de eficiencia antes expuestos.

Dentro de los márgenes establecidos por la regulación pública, los gestores de la sociedad rectora han de satisfacer los intereses de los intermediarios propietarios antes que a los propios inversores. Aunque en la mayoría de las decisiones los intereses de los intermediarios se alinean con los de sus clientes, hay situaciones en las que ambos entran en conflicto. Pero, en un ambiente competitivo, se hace necesario que las bolsas orienten su negocio a los inversores, quienes de otro modo, acudirán a foros de contratación rivales.

Nuestro argumento es que los órganos gestores de mercados desmutualizados se encuentran en una

mejor posición para tomar medidas de reforma que tengan por referencia al inversor antes que al intermediario. Es el caso de la decisión de permitir el acceso directo de los inversores a los sistemas de contratación. Puesto que los inversores acuden a los sistemas alternativos de contratación en demanda de este servicio, los mercados tradicionales han de considerar la conveniencia de que sus clientes gocen de tal oportunidad. Como quiera que el acceso directo eliminaría una sustancial porción de los ingresos de los miembros –las comisiones cargadas por la intermediación–, cabe dudar que los gestores de un mercado mutual tengan los incentivos necesarios para adoptar esta modalidad de contratación, aun cuando sea beneficiosa para la eficiencia del conjunto del mercado (26).

La desmutualización mejora la eficiencia en el gobierno de los mercados (27), fortaleciendo su capacidad de respuesta a la competencia. La incorporación a los órganos de administración de nuevos consejeros, quienes no representan a los miembros del mercado (28), sino a los nuevos “accionistas externos”, libera a los mercados “de los intereses parciales de sus miembros” (29), eliminando interferencias que obstaculicen la adopción de los acuerdos más eficientes.

2. Desmutualización y ruptura del sistema de igualdad de voto

El sentido de la administración y gestión de una empresa depende tanto de la identidad de quienes participan en su capital como de la cuota de capital que corresponde a cada uno. El modelo de propiedad de nuestras bolsas, delineado por la LMV en 1988, y ratificado en 1998 (30), estableció un sistema de participación en su capital entre los miembros del mercado que divide a éstos en dos grupos –aquellos que pueden operar por cuenta propia y quienes sólo pueden hacerlo por cuenta ajena–, otorgando a los intermediarios pertenecientes al mismo grupo igual cuota de capital. Con ello se otorgaba, en principio, un idéntico poder de voto en los acuerdos de la sociedad rectora a los miembros de cada grupo.

El sistema así delineado se ajustaba formalmente a lo que el análisis económico del derecho nos enseña sobre la toma de decisiones óptimas en una sociedad: el poder de voto de los socios debe ser proporcional a su interés en la sociedad. De esa manera, se consigue incorporar a los acuerdos la máxima información posible, procedente de los votos de quien tiene mayores incentivos para capturarla (31).

Pero cuando se repara en la diferente sustancia económica de las bolsas de valores, respecto a otras empresas, se disipa la aparente eficiencia del sistema de propiedad que resulta de un análisis formal. La cuota de capital que un intermediario posee en una sociedad rectora de Bolsa no es expresiva de su interés económico en ella. En una sociedad convencional, de la participación en el capital depende, en principio, la participación en los beneficios de la empresa. En cambio, un intermediario no espera beneficios directos de su participación en una sociedad rectora mutual, sus ingresos proceden de las comisiones (32) cargadas a los inversores que utilizan sus servicios. Por ello, los incentivos para votar en un sentido u otro no proceden de los posibles rendimientos que un cierto acuerdo ha de reportar a una sociedad rectora, sino de la medida en que puede beneficiar el particular negocio de intermediación del miembro-accionista.

En esta perspectiva, se comprende el desajuste entre poder de decisión e incentivos en las sociedades que funcionan de acuerdo con este principio igualitario: la cantidad de votos asignada a cada miembro es la misma; en cambio, el interés económico de cada uno es distinto, depende del volumen de su negocio de intermediación. La mera ponderación de si los miembros del mercado desarrollan su actividad por cuenta propia o ajena no es un criterio lo suficientemente sensible del interés real de cada uno (33).

Debe reconocerse, no obstante, que el sistema de igualdad de voto en las sociedades rectoras, tiene más sentido económico de lo que pueda parecer a primera vista. A diferencia de los inversores en las sociedades ordinarias, los miembros de las sociedades rectoras tienen un conocimiento directo del funcionamiento de la empresa en la que participan, del estado de su tecnología y de la coyuntura económica que le afecta, por lo que han de soportar menores costes de información para la toma de una decisión en particular. Por pequeño que sea un intermediario, en principio, estará en mejores condiciones para evaluar el significado de un acuerdo que un inversor externo a la empresa.

A pesar de ello, la eficiencia de este sistema de propiedad y voto es cuestionable. La condición de expertos de los miembros-socios palia la desviación del sistema de decisiones de la Bolsa del modelo más eficiente, en cuanto garantiza la informatividad de las decisiones, pero no corrige la desalineación entre el interés particular de cada uno y la eficiencia general del mercado. Los acuerdos de la sociedad gestora pueden afectar de manera distinta a unos intermedia-

rios y a otros. Bajo el sistema de voto igualitario, tenderán a adoptarse aquellas decisiones que beneficien a un mayor número de intermediarios, pero el beneficio de un mayor número de miembros no significa necesariamente un mayor beneficio para el conjunto de los intermediarios del mercado (34).

Todavía puede pensarse en ciertas ventajas de un mecanismo igualitario de propiedad y control en una organización que precisa de una especial confianza entre todos los socios, y en la que, además, se ejercen sobre ellos ciertos poderes de autorregulación (35). Probablemente, tales beneficios han venido compensando los costes ocasionados por la adopción de decisiones subóptimas (36). Pero cuando las bolsas se han visto sometidas a la competencia de otros foros de contratación, la ineficiencia del sistema de igualdad de participación y voto se ha convertido en un lastre demasiado pesado, y su reforma se ha hecho necesaria.

La desmutualización es el conducto para romper la igualdad de voto. Si la inercia desmutualizadora de las bolsas internacionales no se ha iniciado antes es porque, en muchos casos, la estructura de propiedad y gestión de sus órganos rectores, era establecida imperativamente por la regulación pública, antes que por el acuerdo entre los intermediarios que participaban en el mercado (37).

3. La gestión de las bolsas con accionariado externo

Los órganos de gestión de una Bolsa bajo propiedad mutual son nombrados directamente por los miembros-socios, en quienes coincide un conocimiento cercano del negocio de la intermediación y un interés directo en la actividad del gobierno del mercado. Los decisivos incentivos de los intermediarios para influir en la administración de las sociedades rectoras mutuales han eliminado en éstas los problemas de separación entre propiedad y control que vienen preocupando a los teóricos del gobierno de las compañías, desde Berle y Means.

La apertura del accionariado a socios externos diluye los vínculos directos entre la propiedad y el control de las sociedades rectoras. Los socios no tienen por qué tener conocimientos especiales sobre el "negocio" de las bolsas de valores y, dependiendo del tamaño de su cuota de capital, podrían no tener tampoco los incentivos suficientes para sufragar los costes de información que la participación en la gestión requiere.

Que los gestores de sociedades rectoras con accionariado externo observen un comportamiento diligente en favor de sus "principales" se confía a los mismos mecanismos que operan en las grandes sociedades ordinarias. El principal de estos instrumentos es el mercado para el control de las sociedades, al que quedarán sometidas las bolsas (*rectius*, sus directivos y administradores) una vez que las acciones de su sociedad rectora se distribuyan entre personas "externas". Así, si los gestores no son capaces de crear el suficiente valor para sus accionistas, éstos accederán a las ofertas de adquisición de otras entidades o personas que vislumbren la posibilidad de una gestión más eficiente de la sociedad rectora, y que pretendan sustituir a los administradores ineficientes mediante la toma de control de la entidad (Romano, 1992). Como es sabido, la "amenaza" de la toma de control reduce los costes de agencia entre los socios y los gestores (38), evitando gastos de supervisión y minimizando la inevitable pérdida residual de valor (39).

Además, la informatividad de los precios de los valores emitidos por una sociedad abierta permite fidelizar a los directivos de las sociedades rectoras mediante planes de opciones sobre acciones, cuyo bajo coste para la entidad –en comparación, por ejemplo, con la participación en beneficios– y la casi completa alineación de sus intereses con los propios de los accionistas los convierten en un instrumento óptimo para mitigar los costes de agencia.

La observación de los procesos de desmutualización de los principales mercados revela, no obstante, que la apertura del accionariado se ha planificado, en la mayoría de los casos, en forma escalonada. El capital de las sociedades rectoras se ha colocado inicialmente entre inversores institucionales y las propias sociedades admitidas a cotización en los mercados desmutualizados. Restringiendo de esta manera la colocación de los valores, se ha impedido una dispersión del accionariado que configure una conflictiva relación entre propietarios y gestores según el paradigma "berliano". La lógica de la colocación inicial entre inversores cualificados es, precisamente, la de impedir una brecha prematura entre propiedad y control; para ello, el capital se ha distribuido entre entidades informadas sobre cómo funciona una Bolsa y con capacidad e incentivos para supervisar su gestión sin incurrir en costes de agencia prohibitivos.

El recurso a bloques de control, empero, no ha impedido los primeros intentos de toma de control hostil sobre las bolsas desmutualizadas: la oferta del grupo de control de la Bolsa de Estocolmo sobre el LSE (40)

parece el aperitivo de una competencia caníbal entre los mercados de valores europeos (41).

4. Desmutualización y futuro de la actividad de intermediación

La desmutualización de las bolsas españolas abre el camino a futuras reformas de su estructura y funcionamiento, en especial, de sus sistemas de contratación (42). En los apartados precedentes, hemos expuesto cómo el cambio en el sistema de propiedad de las bolsas está relacionado con la redefinición del papel del intermediario en los mercados de valores contemporáneos, en particular, las nuevas oportunidades que se ofrecen a los inversores para acceder directamente a los sistemas de contratación.

Sin perjuicio de lo anterior, conviene no sobrestimar el impacto de la tecnología sobre el desarrollo futuro de la actividad en los mercados de valores. Algunas voces afirman que internet ha hecho obsoletos aquellos sistemas de contratación cuyo acceso queda limitado a los profesionales del mercado. Según sus argumentos, las computadoras conectadas a través de las redes de información proporcionan a los inversores la posibilidad de encontrarse, sin necesidad de que intervenga un intermediario que vincule órdenes de sentido contrario y que cobre por ello una comisión. Todavía menos sentido –en el parecer de quienes así opinan– tendría la intermediación por cuenta propia, porque los inversores podrían ahorrarse el pago del "margen" contratando directamente entre ellos.

Tales afirmaciones ignoran la microestructura del mercado y subestiman el papel real que los intermediarios desempeñan en el proceso de intercambio de valores negociables. Las funciones de *brokers*, *dealers*, creadores de mercado o especialistas superan el mero enlace entre compradores y vendedores dispersos en el espacio y en el tiempo. Más allá de tales tareas, los intermediarios contribuyen a asegurar la efectividad de las operaciones, a crear los precios y a garantizar la liquidez del mercado (43).

Los intermediarios y el "control" de acceso al mercado. La garantía de la ejecución de las operaciones es la función que más nos interesa ahora. Los mercados "intermediados" otorgan a los inversores una cierta seguridad de que efectivamente se cumplirán las operaciones a los precios a que se han cruzado. Si los sistemas de contratación de las principales bolsas pueden garantizar a los participantes la debida ejecución de los contratos es porque éstos se realizan a

través de intermediarios, cuyo tamaño, experiencia y necesidad de mantener una buena reputación, aminoran la posibilidad de fallo en el cumplimiento de las prestaciones.

Por ejemplo, la ejecución de las órdenes que se crucen en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) viene garantizada por la normativa del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) (44), que asegura a las contrapartes la entrega de los valores negociados y el pago de las cantidades pactadas (45).

El SCLV asume el compromiso con las contrapartes de asegurar la disponibilidad de los valores porque todas las órdenes son introducidas por intermediarios, lo que reduce notablemente los casos de fallo en la entrega, los cuales pueden ser cubiertos mediante los mecanismos de préstamo y recompra reglamentariamente previstos (46). Igualmente, la limitación de acceso al sistema permite implementar un sistema de fianzas colectivas en garantía del buen fin de las operaciones (47), en el que las entidades adheridas al servicio participan en proporción a su actividad en el mercado.

Es cierto que el intermediario puede actuar por cuenta de un inversor sobre cuya fiabilidad no tiene noticia el resto de los miembros o ello ocurre, precisamente, porque éstos confían en la referencia proporcionada por el hecho de que la orden ha sido aceptada por el citado intermediario, el cual cumple el rol de *gatekeeper* respecto a quienes pretendan acceder al mercado, detectando la solvencia de los inversores que demanden sus servicios como mero comisionista para una cierta operación.

El argumento es el mismo empleado para explicar el carácter mutual de las bolsas: los costes de agencia en la contratación con un número indefinido de inversores, cuya solvencia y voluntad de cumplir es desconocida, puede hacer inviable la existencia de un mercado. De ahí que la desmutualización de los mercados y la eliminación de las restricciones de acceso a los sistemas de contratación no guarden una relación necesaria. Es probable que en el futuro se flexibilice la posibilidad de acceso directo del inversor a los sistemas de contratación, pero es igualmente probable que subsistan filtros atendiendo a los tipos de órdenes y a la identidad de quienes las introducen. Hasta que la realidad no demuestre lo contrario, la labor del intermediario como *gatekeeper* del mercado es valiosa.

Los intermediarios y la liquidez de los valores. Más explícita es la importancia de la intermediación "por

cuenta propia" en los sistemas de contratación de los "nuevos mercados". Éstos son foros de contratación, surgidos en la mayoría de los sistemas financieros desarrollados al objeto de proporcionar un ambiente adecuado para la negociación de los valores emitidos por nuevas empresas cuyo "alto potencial de crecimiento" permite apelar al ahorro público, a pesar de que, frecuentemente, su capital inicial es pequeño. La reducida capitalización implica un escaso número de operaciones sobre cada valor, de ahí las dificultades para conseguir la liquidez necesaria mediante la contratación automatizada continua, y la necesidad de recurrir a los intermediarios, quienes se encargan de "crear mercado", comprando y vendiendo por cuenta propia a los inversores que no encuentran una contraparte (48).

En realidad, no hay nada nuevo en la solución adoptada para los "nuevos mercados" al problema de la iliquidez. La acción "por cuenta propia" de los intermediarios bursátiles ha venido sirviendo para ejecutar las órdenes de gran tamaño sobre los valores negociados ordinariamente en Bolsa, eliminando así los problemas de inmediatez y de parasitación de información que plantearía la ejecución de la operación en el sistema de contratación principal (49).

III. LA DESMUTUALIZACIÓN EN LA LEY DE ACOMPAÑAMIENTO

1. El doble sentido de la reforma de la propiedad de las bolsas

En la reformada LMV, se ha estructurado la desmutualización de las bolsas de valores españolas en un doble nivel. En primer lugar, se permite la participación en el accionariado de las sociedades rectoras de personas o entidades distintas de los miembros de las bolsas, abriendo así su capital a socios externos. En segundo lugar, el nuevo artículo 47 LMV desvincula la condición de miembro del mercado, de aquella otra de socio accionista de su sociedad rectora, haciendo posible operar como intermediario de nuestras bolsas sin necesidad de participar en su capital.

Debe notarse que ambas posibilidades se configuran en la LMV sólo como eso, como meras posibilidades. Por un lado, la decisión final de desmutualizar las bolsas de valores corresponde a los órganos de la sociedad rectora, el nuevo artículo 48 LMV se ha limitado a remover los obstáculos legales que les impedían adoptar tal acuerdo. Por otro lado, aun cuando se haya decidido desmutualizar la Bolsa, que sus miembros actuales pierdan la condición de socios, re-

quiere que se deshagan de su participación en el capital de la sociedad rectora.

La libertad de las sociedades rectoras para decidir su desmutualización es trasunto de la lógica de competencia entre regulaciones que, como hemos visto, caracteriza esta área normativa. El legislador español pretende liberar a las bolsas de la desventaja competitiva de no poder escoger su estructura jurídica en un entorno en el que entidades rivales lo hacen, pero la evaluación de si, efectivamente, la propiedad mutual es un coste y, más aún, de cuál es la forma adecuada para sustituirla corresponde a sus sociedades rectoras.

2. La condición de miembro del mercado

Hasta ahora, para ser miembro de uno de los mercados bursátiles españoles se requería la participación en el capital de la sociedad anónima gestora (50). Ello obligaba a modificar las participaciones accionariales (51) cada vez que un nuevo miembro era admitido a la Bolsa, o era cesado, ampliando o reduciendo el capital social cuando era necesario (52).

El nuevo artículo 47 LMV disocia las condiciones de miembro y accionista del mercado. Para ser miembro de una de nuestras bolsas, las entidades de crédito o empresas de servicios de inversión que puedan aspirar a ello (53) sólo necesitan un acto expreso de admisión por parte de las sociedades rectoras, para cuya concesión bastará acreditar ante la CNMV la capacidad y el compromiso de cumplir con las reglas del mercado (art. 37 LMV) (54).

La eliminación del deber de participar en el capital de las sociedades rectoras simplifica el procedimiento para obtener el "título" (55) de miembro del mercado, contribuyendo a hacer efectiva la libertad de acceso para los intermediarios establecida en la DSI, cuya vigencia práctica había sido recientemente cuestionada. El derecho de acceso a los mercados regulados comunitarios fue concebido como un instrumento para conectar –indirectamente– los diferentes foros de contratación europeos, poniéndolos al alcance de todos los inversores comunitarios, a través de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. La posibilidad de que un inversor tuviera acceso a cualquier mercado regulado a partir de su intermediario habitual, se creyó, aseguraba una mayor integración en los fragmentados mercados de valores europeos, mejorando así la financiación de las empresas, y reducía los costes de arbitraje para los valores multinegociados, aumentando la calidad de los precios creados por las bolsas.

Pero la DSI ha sido víctima de su laxitud en esto. Al objeto de hacer compatible la Directiva con los diferentes sistemas bursátiles existentes en la Comunidad, se dejó a los estados miembros libertad para decidir si el acceso había de producirse directamente o previa adquisición de la condición de miembro del mercado. Aprovechando la segunda posibilidad, la reforma de 1998 continuó vinculando el acceso a los sistemas de contratación de nuestras bolsas con la obtención de la condición de miembro, y ésta, con el desembolso de la correspondiente participación accionarial.

El "Pasaporte Único" para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión europeas no ha producido la esperada explosión de la competencia en el sector. La necesidad de abonar la cuota de capital ha frenado la expansión de la actividad de los intermediarios comunitarios en las bolsas europeas (56). El legislador español ha sido sensible a las demandas de flexibilización de las restricciones a la competencia en el sector de los servicios financieros procedentes de la Comisión Europea (57) o la propia comunidad académica (Lannoo, 1999). El nuevo sistema de acceso libera a los intermediarios del coste de la capitalización del mercado, favoreciendo la entrada en nuestras bolsas de los inversores comunitarios, usuarios de sus servicios (58).

3. El accionariado de las bolsas desmutualizadas

El aspecto esencial de la desmutualización es la desaparición de la titularidad exclusiva de los miembros de las bolsas sobre las sociedades rectoras (59), autorizándose la participación en su capital de "otras entidades o personas".

Es necesario hacer alguna puntualización sobre la apertura del accionariado. En una sociedad anónima típica, la titularidad del capital está abierta a cualquiera que quiera arriesgar su dinero en la empresa gestionada; de ahí la dispersión de la propiedad entre inversores de distinta naturaleza que, por lo general, no tendrán ningún tipo de relación con la actividad mercantil de la sociedad. Pero, como hemos visto, la desmutualización de las sociedades rectoras no ha significado una apertura indiscriminada de su capital social, en cambio se ha llevado a cabo una colocación selectiva de las participaciones entre inversores cualificados, sin perjuicio de la posibilidad de una futura difusión a otro tipo de accionistas. De hecho, el modelo de propiedad plenamente abierta es el escenario que se divisa en el futuro de las bolsas euro-

peas, pero en la fase del proceso en que nos encontramos, en la mayoría de los casos el acceso al capital dista de ser libre para el inversor no sofisticado.

Este contexto explica la vaguedad del contenido del reformado artículo 48. 1 LMV. El precepto persigue liberar el mayor espacio de decisión a favor del gobierno, o las comunidades autónomas con competencias en la materia, para que establezca reglamentariamente las condiciones de "acceso y permanencia en el capital, así como los criterios de distribución del mismo", que habrán de ser concretados por los órganos de las sociedades rectoras mediante los oportunos acuerdos societarios, tras su aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (60).

El artículo 48. 1 LMV se centra en la regulación de aquellos aspectos de la apertura del accionariado, que, por estar previstos en la LSA, no podían ser después alterados en el reglamento previsto. En concreto, se hacen dos cualificaciones al régimen general de los "aumentos, reducciones y enajenaciones de capital". La primera, prevé que en aquellos casos en que la junta general autorice al consejo de administración para que sea este quien acuerde los "derechos y condiciones" de los citados negocios sobre el capital, se inapliquen las normas de la LSA sobre autocartera (61), en relación con el derecho de suscripción preferente (62) y de requisitos para la reducción del capital (63). La segunda establece que en el resto de ampliaciones de capital las acciones que se emitan sólo podrán ser suscritas por los accionistas.

Una duda interpretativa que el tenor del artículo 48 LMV plantea es si los futuros miembros conservarán el derecho a participar en el capital de la sociedad rectora. En efecto, el párrafo tercero del artículo 48. 1º LMV, establece que el capital de las sociedades rectoras "se distribuirá entre los miembros de las bolsas de valores que deseen participar en ese capital". El precepto no plantea ningún problema respecto a aquellos que ya son miembros de la sociedad rectora, y tan sólo les asegura la conservación de su posición; en cambio, sí que cabe preguntarse por la situación de los futuros miembros del mercado: ¿se les garantiza a éstos también la posibilidad de participar en el capital? La ausencia de argumentos determinantes en el texto de la LMV difiere la solución al reglamento que se dicte en desarrollo de su artículo 48.

Precisado a quienes corresponde tal derecho, quedará por resolver su extensión: la cuota de capital que ha de corresponder a los miembros que opten por convertirse en accionistas. La reforma de 2000 elimina la formulación legal del principio de igualdad ac-

cionarial entre miembros, pero deja vía libre al gobierno para establecerlo por vía reglamentaria, toda vez que le faculta para establecer "las condiciones de [...] distribución" del capital social". Es probable que el reglamento mantenga la igualdad inicial de la participación de los miembros, la cuestión es que, después, los miembros del mercado serán libres para ampliar o reducir su cuota, adquiriendo o vendiendo las acciones emitidas. En todo caso, en ausencia del referido reglamento, plantearse estas cuestiones es pura especulación legal (64).

4. La remuneración del accionista

La apertura del accionariado hace necesario reconsiderar el papel de los beneficios en las sociedades rectoras. Mientras estas entidades han sido propiedad de sus miembros, el reparto de los beneficios obtenidos a través de las diferentes fuentes de ingresos del mercado (65) se ha llevado a cabo, principalmente, según planteamientos mutualistas; esto es, el socio miembro recibe de la sociedad rectora los mejores servicios posibles al menor coste. Pero la colocación de capital entre socios externos obliga a implementar mecanismos que remuneren de manera directa su participación en el riesgo de la empresa.

En el caso de las bolsas españolas, la modificación de los procedimientos de remuneración no requería de modificaciones legales. La LMV configuró un régimen económico flexible para las sociedades rectoras que no les impide el reparto directo de beneficios entre sus socios, al contrario, el vigente Real Decreto sobre sociedades rectoras contempla expresamente tal posibilidad (66). Se trata, ahora, de que las sociedades rectoras adapten sus estatutos para dar cabida a una política convencional de retribución del accionista, de acuerdo con el procedimiento para ello previsto en el art. 48. 1 LMV (67).

5. Desmutualización y fusiones entre bolsas

Una de las estrategias empresariales más comunes para sobrevivir en un medio competitivo es ganar tamaño. Un mayor tamaño permite a las empresas beneficiarse de economías de escala, que mejoran su posición en el mercado. Para conseguirlo, las sociedades utilizan el mecanismo de la fusión, mediante el cual se ponen bajo una sola dirección los recursos productivos de quienes participan en estos procesos.

En esto, las necesidades de las bolsas no son hoy distintas de las de empresas en otros sectores: un

mercado más grande mejora la posición competitiva de la sociedad que lo gestiona. Las sociedades rectoras pugnan por atraer a sus sistemas de contratación el mayor número de inversores posible, al fin de acrecentar la liquidez del mercado y mejorar la calidad de sus precios; las "escalas" que derivan de la coincidencia de un mayor número de órdenes en un mismo sistema de contratación crean un incentivo para la concentración de los mercados.

Las ventajas de la ampliación del tamaño de los mercados son especialmente importantes en el caso de las bolsas europeas, cuya fragmentación geográfica, sobre todo cuando se comparan con los mercados de valores norteamericanos, dificulta la inversión entre estados miembros de la Comunidad y crea costes innecesarios, al obligar a los intermediarios a afrontar los gastos de capitalización y tecnología de cada uno de los mercados en que deseen participar.

De la fortaleza de estos incentivos son prueba las diferentes iniciativas de fusión entre bolsas europeas a las que hemos asistido en el último año: el fracasado proyecto iX, que pretendía "unir" (68) la Bolsa de Francfort con la londinense, y el exitoso Euronext, que agrupa a las bolsas de París, Bruselas y Amsterdam (69).

La estructura mutual del accionariado dificultaba, si no impedía, la participación de las bolsas españolas en cualquiera de estos procedimientos, en cuanto no consentía la presencia directa en su capital de ninguna otra Bolsa internacional, ni de personas o grupos de control, que no fuera la derivada de la adquisición de la condición de miembro del mercado. De ahí que las bolsas españolas únicamente hayan sido parte activa de la iniciativa de coordinación internacional promovida por la denominada Alianza Europea de Bolsas, que tiene como objetivo la unificación de los sistemas de contratación de todos los mercados bursátiles europeos, sin alterar su estructura de propiedad (70).

Tras la reforma del artículo 48 LMV, las sociedades rectoras de nuestras bolsas pueden intercambiar cuotas de capital con las demás entidades gestoras europeas, e incluso fusionarse con ellas, en las condiciones jurídico-privadas previstas para cualquier sociedad anónima.

Pero, antes de que ello suceda, es posible que asistamos a cambios sustanciales en la estructura de propiedad de las bolsas españolas. Es curioso que la atención se haya concentrado en las posibilidades que la desmutualización abre para la articulación in-

ternacional de nuestros mercados, mientras la de la necesidad previa de integración interna apenas es resaltada. La cuestión es importante, por cuanto la desregulación de las reglas de propiedad de nuestras bolsas no se ha extendido al Sistema de Interconexión Bursátil (SIB) (71).

En efecto, este sistema de contratación se hizo depender, en 1988, de la Sociedad de Bolsas, a su vez participada a partes iguales por cada una de las bolsas de valores españolas, de manera que los miembros de las bolsas no ostentan la titularidad del principal sistema de contratación español, participando en su gestión sólo de modo indirecto a través de sus respectivas sociedades rectoras (72). El modelo de propiedad del SIB sufre, así, de la misma debilidad que el sistema mutual de cada una de las bolsas: la ausencia de ponderación del peso efectivo que cada miembro tiene sobre la contratación en él ejecutada. No se tiene en cuenta el diferente interés económico, ni el de los intermediarios considerados individualmente –puesto que no participan directamente en la propiedad–, ni los de las bolsas a las cuales pertenecen.

Aunque la situación no cambia directamente con la reforma de los artículos 47 y 48 LMV –a cada una de las cuatro bolsas españolas corresponde un cuarto de los derechos de titularidad del SIB, con independencia de que su accionariado sea interno o externo–, es de esperar que se produzcan novedades derivadas de la integración de las bolsas españolas, que la desmutualización puede facilitar.

Respecto a cuál será el resultado del proceso, sólo cabe especular: el escenario final probablemente más deseable es uno en el que la fusión de todas las sociedades rectoras desmutualizadas proporcione a la entidad resultante la titularidad exclusiva de la Sociedad de Bolsas. Por esta vía, la Sociedad de Bolsas quedaría convertida en una filial instrumental de una única sociedad rectora con accionariado externo, que podría negociar en mejor posición las condiciones de su participación en cualquiera de los procesos en curso de integración internacional de mercados.

CONCLUSIONES. SOBRE LA DESMUTUALIZACIÓN Y EL FUTURO DE LAS BOLSAS

La apertura del capital a accionistas externos refuerza los impulsos integradores que caracterizan el presente de las bolsas europeas. En el caso español, con la reforma de los artículos 47 y 48 desaparecen los principales obstáculos para la participación en

proyectos que implican modificaciones del sistema de propiedad de las sociedades rectoras, y que ya implican, de una forma u otra, a los principales mercados de nuestro entorno.

Por ello –y aunque la prospectiva es la tarea menos adecuado para un jurista– creemos más que probable que nuestras bolsas de valores se vean pronto involucradas en alguna de las iniciativas de concentración en curso, o en ciernes. Aquello de lo que se puede dudar es de si la participación de las sociedades rectoras españolas se producirá por decisión voluntaria de sus administradores o será como consecuencia de una toma de control “hostil”.

Los obstáculos encontradas por el grupo OM en su oferta pública de adquisición sobre el LSE (London Stock Exchange) han puesto de manifiesto las dificultades de las operaciones no consentidas: por un lado, la propiedad sigue estando, en un porcentaje significativo, en manos de los intermediarios, quienes no parecen dispuestos a desprenderse fácilmente de su participación (73); por otro lado, en los estatutos sociales de las entidades gestoras permanecen residuos jurídico mutuales que actúan como medida defensiva de los consejos existentes (74). Como es sabido, en el derecho societario español se admiten mecanismos defensivos –la limitación del poder de voto ejercible por una sola persona, por ejemplo– que pueden desincentivar decisivamente los intentos de toma de control hostil de nuestras sociedades rectoras desmunicipalizadas. Así las cosas, parece que la convergencia de nuestras bolsas con los mercados europeos seguirá la vía de las fusiones concertadas.

Más allá de estos problemas de derecho privado, debe notarse que la fusión de las bolsas comunitarias está, además, obstaculizada por el solapamiento de las regulaciones públicas nacionales. Pese al esfuerzo de aproximación legislativa realizado, subsisten barreras al mutuo reconocimiento de folletos entre estados miembros, y potenciales conflictos a la hora de determinar quién ha de ser la autoridad supervisora de los nuevos mercados.

Todavía cabe hacerse una última pregunta sobre si el actual proceso de concentración culminará en un único mercado organizado de valores europeo. La respuesta, en este caso, es negativa. El panorama de la negociación de valores en Europa excede hoy los mercados bursátiles. Aunque todas las bolsas “tradicionales” llegasen a integrarse en una sola plataforma de negociación y en una única sociedad gestora, aún subsistirían, al margen de este proceso, los foros alternativos de contratación (75). Creemos que esta

competencia ha de producir efectos positivos para los inversores. Un sistema financiero en el que los emisores, inversores e intermediarios sólo pudieran aceptar las reglas de juego (ya fueran de *listing*, de negociación o de organización) fijadas por una única entidad parece, además de improbable, indeseable.

NOTAS

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

(2) COASE (1937), y JENSEN y MECKLING (1976). Una versión reducida, en español, del artículo citado puede encontrarse en PUTTERMAN, L. (ed.), *La naturaleza económica de la empresa*, Madrid, 1994, págs. 261 y siguientes.

(3) MULHERIN; NETTER, y OVERDAHL (1991).

(4) Empleamos aquí el término Bolsa en su sentido más amplio, como sinónimo de mercado organizado de valores.

(5) Las dificultades de encaje de los *exchanges* en la literatura norteamericana proceden de su naturaleza legal de SRO (Self Regulatory Organization).

(6) En particular, sobre las bolsas de valores españolas, véanse, en el propio texto, las págs. 5 y siguientes.

(7) La historia de los orígenes de las bolsas españolas la ha estudiado SÁNCHEZ ANDRÉS (1980).

(8) Una visión general de las sociedades rectoras puede verse en NIETO CAROL (1999).

(9) Bien sea que acudan a éstos para comprar o vender directamente los valores –es decir, el intermediario actúa por “cuenta propia”– bien sea que demanden sus servicios como meros comisionistas –por “cuenta ajena”.

(10) Además, en el caso de las bolsas se cumplían las tres circunstancias que según Hansmann reducen los costes de propiedad, favoreciendo la consolidación de la titularidad del monopolista en manos de los usuarios del servicio: 1) los intermediarios pueden supervisar la actividad de la empresa suministradora sin incurrir en costes elevados, al contrario, poseen la información necesaria para gestionar el mercado; 2) la empresa suministradora no requiere (o, al menos, requería) un capital elevado para organizar el servicio, y 3) los intereses de los intermediarios son lo suficientemente homogéneos, lo que reduce los costes en la toma de decisiones (FERRARINI, 1998, utilizando el modelo elaborado por HANSMANN en *The Ownership of Enterprise*, Cambridge (EE.UU.) y Londres, 1996).

(11) Los de “control” son uno de los tres tipos de costes identificados por JENSEN y MECKLING (1976) como propios de cualquier relación de “agencia”. Una relación de agencia es aquella en la que un principal delega en un “agente” la autoridad necesaria para acometer ciertas tareas. Aunque un contrato bursátil no establece una relación de agencia típica, su lógica es extensible a la situación que se crea en el período que media entre su perfección y ejecución. Además de los gastos en que incurre el principal para controlar al agente (*monitoring costs*), son costes de agencia los gastos de garantía de fidelidad en los que incurra el propio agente para asegurar que no tome decisiones que perjudiquen al principal, o que éste sea debidamente compensado si así fuera, y la inevitable divergencia final –a pesar de los controles y cauciones anteriores– entre las decisiones adoptadas y aquellas que mejor hubieran servido el bienestar del principal.

(12) Sobre la noción económica del contrato de sociedad, *vid.* EASTERBROOK, y FISCHER (1998).

(13) Antes de recibir esta denominación por la LMV, era referido simplemente como el "mercado continuo".

(14) La multinegociación de valores –propiciada por los ADR u otro tipo de instrumento– estimuló los cambios en los sistemas de contratación de las bolsas continentales a finales de la década de los ochenta, llevándolas a adoptar la tecnología de acceso remoto y subasta continua automatizada, que ha devenido un estándar en la contratación de los valores más líquidos, hasta el punto de haber sido adoptada por el propio LSE, que ha renunciado así, al histórico papel de sus intermediarios como creadores de mercado.

(15) De la ordenación de EASDAQ se encarga EASD (European Association of Securities Dealers), una organización *non-profit* que asesora a la FOR-PROFIT EASDAQ (VOLARICH, 1996).

(16) VAN LEMBERGEN (1996). EASDAQ ha sido reconocido como "mercado regulado" por la Autoridad Belga.

(17) En la actualidad, forman parte del *EURO.NM* cuatro mercados: el *Nouveau Marché*, el *Neuer Markt*, el *NMAX* y el *EURO.NM.Belgium*, pertenecientes respectivamente a las bolsas de París, Francfort, Amsterdam y Bruselas, respectivamente (SOLER, 1999).

(18) La variedad de estas entidades hace difícil su definición; últimamente, el FESCO (The Forum of European Securities Commissions) ha elaborado un documento sobre su regulación en Europa que las caracteriza de la siguiente forma "Un ATS es una entidad que, sin ser regulada como una Bolsa, gestiona un sistema automatizado que reúne intereses de compra y venta –en el propio sistema y de acuerdo con las reglas establecidas por el operador del sistema– de manera que conforma, o da lugar, a la perfección de un contrato" (FESCO, 2000, págs. 4-5).

(19) El art. 31. 4 de la LMV (introducido por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) condiciona la creación de cualquier "mercado o sistema organizado de negociación de valores que no tenga la consideración de oficial" a la autorización del gobierno o de una comunidad autónoma con competencias en la materia. La autorización específica del nuevo artículo 31, número 4 LMV –hasta ahora sólo empleada para crear el Mercado de Valores Latinoamericano– servirá de base para el desarrollo de los sistemas alternativos de contratación en nuestro ordenamiento.

(20) No debe confundirse este acceso directo a los sistemas de contratación con el hecho de que los miembros de una Bolsa ofrecen a sus clientes la posibilidad de comunicarles sus órdenes a través de internet, como ya ocurre con muchos de los intermediarios que operan en el SIBE. Aunque, en apariencia, ambas consisten en lo mismo –introducir una operación a través de un terminal– una sustancial diferencia jurídica las separa: sólo en el primer caso se prescinde del "hombre de en medio", de modo que el inversor se relaciona directamente con otros inversores y, por ello, no ha de soportar el coste de una comisión por la intermediación.

(21) El asunto merece cierta clarificación. Como es sabido, la oleada de reformas legislativas que siguió al *Big Bang* londinense eliminó el sistema de comisiones fijas que los intermediarios cargaban a sus clientes. Siendo las comisiones libres, y en un clima de intensa competencia entre intermediarios, no parece razonable que éstos puedan cargar a los inversores comisiones abusivas. Así, una posible explicación de su cuantía es que compensan al miembro del mercado por su contribución a la liquidez del mercado (porque, con independencia de que ejecuten la orden por cuenta ajena, su tarea de captación de nuevos inversores acrecienta la liquidez general del mercado), facilitando que las órdenes puedan ejecutarse con immediatez. Pero la immediatez de ejecución es una característica que puede no interesar a algunos inversores. Ello explicaría la elección de los sistemas alternativos de negociación por aquellos inversores

que prefieren esperar un poco más para ver ejecutada su operación a cambio de ahorrarse la comisión de un intermediario.

(22) A pesar de las especiales condiciones de transparencia con que se ejecutan las operaciones sobre bloques en cualquier sistema de contratación, y de las "murallas chinas" –para impedir el uso en provecho propio de la información que los intermediarios infieren de las órdenes de sus clientes sofisticados–, muchos de estos inversores recelan del posible "impacto de mercado" de su revelación, y optan por sistemas alternativos de contratación que les garanticen un total anonimato.

(23) 1) El mercado ha de funcionar regularmente, de acuerdo con las condiciones establecidas por las autoridades competentes; 2) las disposiciones aprobadas por las autoridades competentes definirán las condiciones de admisión a negociación, tanto cuando sea de aplicación la Directiva que las armoniza (79/279/CEE) –en cuyo caso lo harán de acuerdo a sus preceptos– como cuando ésta no sea aplicable; 3) el mercado cumple con las normas de transparencia y de declaración de operaciones a las autoridades supervisoras previstas en la propia DSI. Estas condiciones han sido clarificadas por el Foro Europeo de Comisiones de Valores (Forum of European Securities Commissions), organización que agrupa a las comisiones de valores de los diecisiete estados miembros del espacio económico europeo (*Standards for the Regulated Market under the ISD*, diciembre de 1999).

(24) El reformado artículo 36 LMV (por Ley 37/1998, de 16 de noviembre) implementa la desconcentración de la negociación requerida por el artículo 14 de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI).

(25) Es el caso de Tradepoint (Tradepoint Financial Networks plc.), reconocido como mercado regulado por la autoridad británica (Lista de los mercados regulados notificados a la Comisión por los Estados miembros bajo el artículo 16 de la Directiva de Servicios de Inversión, *Gaceta Oficial de las Comunidades Europeas*, 29 de Mayo de 1999, C 151/19).

(26) Adoptamos aquí el criterio Kaldor-Hicks de eficiencia, que, en este caso, equivaldría a la maximización del beneficio conjunto de la sociedad rectora, los intermediarios y los inversores.

(27) "Chicago Mercantile Exchange unveils for-profit plan", *CME News*, 3 de noviembre de 1999.

(28) "TSE Members Overwhelmingly Support Demutualization and Realignment Plans", *Canoe Money News*, 10 de Junio de 1999.

(29) "European Stock Exchanges", *Financial Times*, 28 de febrero de 1997, pág. 2.

(30) En 1988, la LMV estableció ambos grupos de manera indirecta al referirse a la distribución del capital "entre las Sociedades y Agencias de Valores que lo soliciten, en proporción al nivel mínimo de recursos propios legalmente exigible de cada una de ellas" (cuya cuantía precisó el artículo 9 del Real Decreto 736/1989, de 23 de junio, sobre sociedades rectoras). La reforma del artículo 48. 1, párrafo 3º LMV en 1998, eliminó la referencia a las sociedades y agencias de valores, sustituyéndola por otra a los "miembros" de las bolsas, para que, en cumplimiento de la DSI, las entidades de crédito pudieran, llegado el 1 de enero de 2000, actuar directamente en este foro de contratación:

(31) Porque los eventuales mayores beneficios justifican una mayor inversión en la captura y análisis de la información necesaria para adoptar un acuerdo.

(32) Y del margen (*spread* o *touch*) en aquellas operaciones en las que el intermediario actúe por cuenta propia.

(33) FERRARINI (1998, pág. 254), citando a HART y MOORE (1995), "The governance of exchanges: Members' cooperatives versus outside ownership", *Discussion Paper* nº 229, LSE Financial Markets Groups, señala que el sistema de igualdad de voto funcionó en

tanto los intereses de los miembros fueron homogéneos y las bolsas no hubieron de afrontar competencia, pero, en la medida en que la incorporación de nuevos intermediarios diluyó la cohesión inicial de los socios y la llegada de nuevas entidades rivales empezó a condicionar el proceso de toma de decisiones, la propiedad externa se hizo relativamente más eficiente.

(34) El sistema de un sólo voto por intermediario no garantiza la eficiencia de las decisiones adoptadas porque no permite medir la intensidad de las preferencias de cada uno, a favor o en contra, de una determinada medida. El problema puede caracterizarse como sigue: aunque, una cierta propuesta sea aprobada por una cierta mayoría, supongamos, con un 70 por 100 de los intermediarios favorables, frente a un 30 por 100 de votos en contra, nada impide que el beneficio total que obtiene el 70 por 100 de los intermediarios, sea inferior a la pérdida que deben afrontar el 30 por 100 de los miembros del mercado. Un sistema de toma de decisiones que no pondera el valor económico de los acuerdos no tiene por qué producir acuerdos eficientes, ni bajo el estándar de Pareto (los "perdedores" por la decisión son compensados plenamente por los beneficiados) ni, lo que es más preocupante, bajo el criterio Kaldor-Hicks (porque se pueden tomar acuerdos que produzcan pérdidas superiores a los beneficios aportados).

(35) Aunque con ello no queremos decir que la desmutualización dificulte la regulación de los intermediarios; todo lo contrario, en cierta forma, al independizar la gestión de los miembros del mercado, se mitigan los elevados costes de agencia propios de un sistema de autorregulación pura –y además (FERRARINI, 1998, páginas 256 a 258) se reduce la posibilidad de que aquella se vea afectada por conflictos de intereses que afecten a los miembros del mercado.

(36) Por otra parte, en un contexto societario, los intermediarios son libres para negociar el sentido de su voto, de modo que, en aplicación del teorema de Coase, asumiendo unos costes de transacción moderados, los potenciales "perjudicados" tendrán un incentivo para compensar a los potenciales "beneficiados" para evitar la adopción de la regla ineficiente, mitigándose así los efectos de la asignación inicial de derechos de propiedad.

(37) Resulta significativo que la mayoría de los nuevos sistemas alternativos de contratación –los cuales, a diferencia de las bolsas, sí han gozado de libertad para elegir la forma jurídica bajo la cual organizar su negocio– han optado por sistemas de propiedad privada no mutual.

(38) EASTERBROOK, y FISCHER (1998, págs. 171 y sigs.), quienes se refieren, además, al ahorro de ciertos costes en el reemplazo de directivos ineficientes.

(39) Sobre la repercusión de ambos sobre los costes totales de agencia, JENSEN y MECKLING (1976).

(40) "Grupo OM", *Cinco Días*, miércoles 4 de octubre de 2000, página 27.

(41) Tras el fracaso del proyecto de fusión amistosa entre el LSE y la Bolsa de Francfort, se rumoreó la posibilidad de una OPA por parte de ésta, en competencia con la lanzada por OM (*Expansión*, miércoles 13 de septiembre de 2000, pág. 15; *Cinco Días*, miércoles 13 de septiembre de 2000, pág. 30).

(42) Lo cual no quiere decir que el nuevo entorno no esté ya afectando a los sistemas de contratación de nuestras bolsas; al contrario, mediante la iniciativa denominada SIBE 2000, la Sociedad de Bolsas ha reformado significativamente las reglas de este mecanismo de contratación, para hacerlo compatible con los criterios armonizados adoptados por la Alianza de Bolsas. Son especialmente significativas las nuevas reglas que hacen anónima la contratación (se oculta la identidad del intermediario que realiza una cierta operación), las cuales entrarán en vigor hacia noviembre de 2000 (*Sociedad de Bolsas, SIB 2000-fase I*, pág. 12).

(43) Aunque, dado el objetivo último de este trabajo, limitamos

nuestros argumentos al papel de los intermediarios en los mercados secundarios, debe repararse en que existen también convincentes razones para garantizar la subsistencia de la actividad de *underwriter* en los mercados primarios. El papel de estos intermediarios en la colocación no se limita a una mera búsqueda de inversores, que una oferta pública a través de internet pueda sustituir. Más que la información sobre la existencia de la oferta, los inversores aprecian la "certificación de calidad" que la participación de una banca de inversión de prestigio significa y, más aún, su contribución a la fijación del precio inicial de los valores (MAHONEY, 1997).

(44) Artículo 54 LMV.

(45) El SCLV está constituido en forma de sociedad anónima, cuyo capital social está distribuido entre las sociedades rectoras de las bolsas españolas –con una participación agregada que representa un 40 por 100 del capital total– y las entidades adheridas al Servicio, las cuales se distribuyen el resto de las acciones (Art. 69 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero). Los miembros de las bolsas españolas son participantes naturales en el Servicio, aunque también podrán tomar parte en la sociedad que lo gestiona otras entidades que operan en nuestro sistema financiero (arts. 76, 77 y 78 del Real Decreto 116/1992).

(46) Artículos 57 a 59, Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

(47) Artículos 54.7 LMV y 60. 3, Real Decreto 116/1992.

(48) Es el caso del "Nuevo Mercado" español. La Sociedad de Bolsas ha adaptado las reglas de funcionamiento del SIBE al nuevo segmento de contratación en su Circular 1/2000, de 15 de marzo, sobre normas de contratación y funcionamiento del "Nuevo Mercado". Para suplir las posibles insuficiencias del SIBE en situaciones de iliquidez, se ha regulado la actividad de los creadores de mercado, a cuyo fin, la Circular 1/2000 de la CNMV (norma 4ª) contempla posibles conciertos entre emisores y miembros de las bolsas, por los que éstos se obliguen a fomentar la liquidez de los valores de la empresa.

(49) En el caso de nuestras bolsas, la actuación por "cuenta propia" de sus miembros está regulada a través de las "operaciones especiales" del Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre (*BOE* de 5 de Octubre de 1991).

(50) Hasta la reforma de 1998, el artículo 64, párrafo 2º LMV establecía expresamente este requisito.

(51) Tales ajustes habían de llevarse a cabo, dentro de los dos meses siguientes a la aprobación del balance anual de la sociedad rectora (art. 10, Real Decreto 726/89, de 23 de Junio, sobre Sociedades Rectoras y Miembros de las Bolsa de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva). La complejidad de este mecanismo venía atenuada por la atribución legal al consejo de administración de las facultades para realizar las ampliaciones o reducciones de capital al propósito de ajustarlo a la incorporación o pérdida de miembros.

(52) La alternativa a la modificación del capital era la compra o venta por la sociedad de sus propias acciones (art. 48, 4 LMV).

(53) El art. 37. 1 LMV, en cumplimiento de la liberalización del derecho de acceso a los mercados regulados comunitarios impuesta por la DSI, admite que puedan ser miembros de nuestras bolsas: 1) las sociedades y agencias de valores, y las empresas de servicios de inversión autorizadas en la Unión Europea; 2) las entidades de crédito debidamente autorizadas en España o el resto de la Unión Europea, y 3) las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión no comunitarias, bajo las condiciones específicamente previstas para ello.

(54) La CNMV expide, para ello, una certificación, indicando la Bolsa o bolsas de valores respecto de las que vaya a utilizarse, que

será válida durante un período de seis meses (art. 2. 2, Real Decreto 726/89).

(55) La expedición por la CNMV del título declarativo de la condición de miembro de la Bolsa debe dejar de condicionarse a la adquisición de una participación en el capital de la sociedad rectora (de ahí que deba entenderse modificado el art. 3, Real Decreto 726/89).

(56) Aunque, probablemente, el aspecto que más quejas ha suscitado es la falta de armonización real de las "reglas de conducta" que se imponen a los intermediarios en cada estado miembro.

(57) COM (1998) 625, 28 de octubre de 1998, *Servicios Financieros: Establecimiento de un Marco de Actuación*; COM (2000) 336 final, 30 de mayo de 2000, *Progress on Financial Services. Second Report*.

(58) Aunque permanece la necesidad de adquirir la condición de miembro, una vez que desaparece la obligación de participar en el capital, la obtención del título de tal queda únicamente sometida a los requisitos formales de certificación por la CNMV y a la subsiguiente admisión por una Sociedad Rectora.

(59) Se hace precisa, pues, la eliminación del art. 9. 2 del Real Decreto 726/89, precepto cuyo contenido impone que las sociedades rectoras "tendrán como únicos accionistas a todos los miembros de la correspondiente Bolsa de Valores, distribuyéndose entre ellos el capital".

(60) O las comunidades autónomas con competencias en la materia (véase nota 71).

(61) Artículos 75 a 79 LSA.

(62) Artículo 158 LSA.

(63) Artículos 164 a 166 LSA.

(64) La laxitud legal hace posible la segmentación del capital mediante la emisión de dos clases de acciones según su titularidad corresponda a miembros o accionistas externos.

(65) Desde la reforma de 1998, el art. 48. 1 (párrafo 2º) LMV precisa que las bolsas podrán "exigir retribución por los servicios que presten". Los ingresos de las sociedades rectoras procederán del cobro por el uso de sus sistemas de contratación, de cánones por admisión a cotización de valores y por su permanencia en el mercado y de la difusión de información relativa al mercado (art. 17. 5, Real Decreto 726/89).

(66) Que, únicamente, condiciona el reparto de dividendos a que el valor contable del patrimonio de la sociedad rectora "alcance un importe equivalente al doble de la cifra de capital social [...]" (artículo 17. 1, Real Decreto 726/89).

(67) Que somete las modificaciones estatutarias a la aprobación de la CNMV o de las comunidades autónomas con competencias en la materia.

(68) La Bolsa de Londres (LSE) y la Bolsa alemana (*Deutsche Börse*) acordaban la creación de una única entidad, denominada iX, destinada a gestionar sistemas de contratación que agrupasen la negociación en los valores admitidos en los mercados fundadores. Ha de precisarse que la creación de iX no fue concebida como una fusión en sentido propio; *LSE* y *Deutsche Börse* deberían haber continuado existiendo, aunque sus negocios fueran integrados. De hecho, ni siquiera hubieran sido titulares de la nueva entidad, cuyas acciones, habrían sido distribuidas directamente entre los accionistas de ambos mercados (El conjunto de los accionistas de cada una de las entidades preexistentes habría recibido un 50 por 100 de las acciones de iX, sin que se hayan precisado los criterios internos

de reparto que se hubieran seguido [vid. *LSE, London Stock Exchange and Deutsche Börse to merge to create iX*, nota de prensa, 3 de mayo de 2000]).

(69) La entidad resultante del proceso de fusión será una sociedad registrada en Holanda, sometida a un órgano de vigilancia con doce miembros que representarán a todos los participantes en el mercado, y un Directorio, compuesto por los presidentes de las tres bolsas preexistentes (vid. *Communique de Presse ParisBourse SA, "Amsterdam, Bruxelles et Paris fusionnent pour créer la première Bourse européenne: EURONEXT"*).

(70) Debe notarse la diferente naturaleza jurídica de la Alianza respecto a los procesos de fusión reseñados. La Alianza es una iniciativa de coordinación que no afecta a la personalidad jurídica, accionariado o independencia institucional de cada una de las bolsas participantes. De ahí que los procesos de fusión como Euronext sean compatibles con el programa de integración diseñado por la Alianza.

(71) Artículo 50 LMV.

(72) El Consejo de Administración de la Sociedad de Bolsas estará formado por un representante de cada Bolsa y uno más, que actuará como Presidente, elegido por mayoría entre ellas (art. 50 LMV).

(73) La oferta del Grupo OM sobre el LSE la respaldó tan sólo el 1 por 100 "de los accionistas" (*Cinco Días*, miércoles 4 de octubre de 2000, pág. 27).

(74) Así, en el caso del LSE se ha fijado un límite máximo de un 4,9 por 100 al capital que un mismo accionista puede mantener (*Cinco Días*, miércoles 4 de octubre de 2000, pág. 27).

(75) Ello al margen del debate sobre si estas entidades han de quedar o no sometidas a una regulación más intensa, o de si parasitan la información generada por los mercados "primarios".

BIBLIOGRAFÍA

COASE, Henry (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, 4, páginas 386-405.

COMISIÓN EUROPEA, *Servicios Financieros: Establecimiento de un Marco de Actuación*, (COM (1998) 625, 28 de octubre de 1998).

—, *Progress on Financial Services, Second Report*, (COM (2000) 336 final, 30 de mayo de 2000).

EASTERBROOK, Frank H., y FISCHER, Daniel R. (1998), *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, págs. 15 y siguientes.

FERRARINI, Guido (1998), "Exchange governance and regulation: An Overview", en FERRARINI, Guido (ed.), *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law, Londres y Cambridge (Estados Unidos).

FESCO (1999), *Standards for the Regulated Market under the ISD*, París.

— (2000), *The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe*, París.

JENSEN, Michael, y MECKLING, William, (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *The Journal of Financial Economics*, 3, págs. 305 y siguientes.

LANNOO, Karel (1999), *Does Europe Need an SEC: Securities Market Regulation in the EU*, European Capital Markets Institute.

LEE, Ruben (1998), *What is an Exchange?*, Oxford University Press.

- MAHONEY, Paul G. (1997), "Technology, property rights in information, and securities regulation", *Washington University Law Quarterly*, 75, pág. 830.
- MULHERIN, Harold; NETTER, Jeffrey M., y OVERDAHL, James A. (1991), "Prices are Property: The Organization of Financial Exchanges from a Transaction Costs Perspective", *Journal of Law and Economics*, 34, págs. 591 y siguientes.
- NIETO CAROL, U. (1999), "Las Bolsas de Valores", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 75, págs. 65 y siguientes.
- ROMANO, R. (1992), "A guide to takeovers: Theory, evidence and regulation", *Yale Journal on Regulation*, 9, págs. 119 y siguientes.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1980), en "En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho Bursátil en el Sistema Jurídico Español", *Revista de Derecho Mercantil*, 155.
- SOLER, A. (1999), "EASDAQ y Euro.NM: Mercados paneuropeos para PYMES", *Actualidad Financiera*, 1, págs. 45 y siguientes.
- STEIL, Benn (1998), Carta a Jonatham Katz de la Securities and Exchange Commission, 16 de julio.
- VAN LEMBERGEN, W. (1996), "EASDAQ, pan-European market for high-growth companies", *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, diciembre, págs. 520 y siguientes.
- VOLARICH, M. (1996), "Easing the regulation of a pan-European securities market: Applying the recommendations of the Rudman report to EASDAQ", *Fordham International Law Journal*, 19, páginas 2263 y siguientes.
- VV. AA. "European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond", en FERRARINI Guido (ed.), *Kluwer Law*, Londres y Cambridge (USA).