

# Neuer Markt 1997-2003: De una apertura eufórica a un agónico cierre

Marta GARCÍA MANDALONIZ

Profesora Ayudante de Derecho Mercantil  
Universidad Carlos III de Madrid

## RESUMEN

El jueves 26 de septiembre de 2002 el directivo de la *Deutsche Börse*, V. POTTOFF, anunciaba a los medios de comunicación nacionales e internacionales la decisión de cerrar su *Neuer Markt* a más tardar a fines del año 2003. Tal decisión venía motivada, en general, por la crisis bursátil de los denominados «valores tecnológicos» a los que el *Neuer Markt* se destina y, en particular, por la sucesión de quiebras y falsificaciones de cuentas anuales por parte de las sociedades emisoras y, en definitiva, la merma de transparencia de este Nuevo Mercado alemán. La euforia con la que se inauguraba en marzo de 1997 se fue transformando en pesimismo y desconfianza. El desenlace: un agónico, pero inevitable cierre. Cuándo y cómo se crea el *Neuer Markt*, con qué requisitos cuantitativos y cualitativos de admisión y permanencia, qué ejemplos de Nuevos Mercados tomó y de cuáles fue ejemplo, y, finalmente, cuándo y por qué se decide su cierre son las cuestiones planteadas, al tiempo que los pasos por los que discurre el presente trabajo de investigación.

## ABSTRACT

Thursday 26 september 2002 *Deutsche Börse* executive, V. POTTOFF, announced to national and international media the decision to close its *Neuer Markt* at the end of 2003. This decision is motivated, in general terms, by technological securities crash, in particular, by bankruptcies and inaccurated accounts of issuing companies and, in short, by german New Market limited transparency. The euphoria in march 1997 changed in pessimism and suspicion. The outcome: dying, but inevitable closure. When and how is created *Neuer Markt*, what admission and continuance quantitative and qualitative requirements, what examples of New Markets follows *Neuer Markt* and which New Markets follows example of *Neuer Markt*, and, finally, when and why executives decided its closure are the questions this paper concerns.

**SUMARIO** 1. Neuer Markt: Una apertura eufórica. 2. Neuer Markt: Predecesores y sucesores. 3. Nuevos mercados: Un leto avance. 4. Neuer Markt: Un agónico cierre. 5. Nuevos mercados: ¿Próximos cierres? 6. Referencias bibliográficas.

## 1. Neuer Markt: Una apertura eufórica

Con gran euforia abría sus puertas, el 10 de marzo de 1997<sup>1</sup>, el *Neuer Markt* en la *Deutsche Börse AG* (DB) y, en concreto, en el *Frankfurt Stock Exchange* (FWB). Un Nuevo Mercado que se disponía en Alemania a ofrecer oportunidades a las jóvenes y pequeñas o medianas compañías de alto crecimiento y gran potencial innovador, con orientación internacional y operaciones en los sectores económicos más prometedores: telecomunicaciones, ingeniería genética, multimedia o biotecnología, entre otros.

Un Nuevo Mercado para valores de entidades de corto historial y/o tamaño inmersas en sectores novedosos y tecnológicos que requería la exigencia de unos criterios estrictos de admisión y permanencia. Sólo así los potenciales inversores individuales o institucionales confiarían en él como lugar de negociación. El *Neuer Markt* decidió, así, que las normas fueran más severas que las del *Geregelter Markt* o Segundo Mercado; aunque menos restrictivas que las del *Amtlicher Handel*, como Mercado de Valores principal.

### 1.1. Requisitos cuantitativos

Como criterios cuantitativos, sobresalió la necesidad de que la compañía emisora poseyera, previa entrada a cotizar, un capital mínimo de millón y medio de euros, y más de cien mil acciones de libre transmisión. Se impuso, además, un aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias. Una cláusula *lock-up* por un período mínimo de seis meses, a contar desde la emisión, se convirtió, igualmente, en necesaria. Tras este período la venta de las acciones de los accionistas fundadores fue libre sin que existiera obligación de informar al público. A partir del 1 de marzo de 2001 fue, en cambio, obligatorio que las transacciones de compras y ventas de acciones por parte de los directivos de las sociedades emisoras se hicieran públicas, con el ánimo expreso de mejorar los niveles de transparencia e incrementar la —ya disminuida— confianza de los inversores en este Nuevo Mercado<sup>2</sup>.

### 2.2. Requisitos cualitativos

Como criterios cualitativos, se tornó en forzoso el cumplimiento de una serie de requisitos de publicidad. Un momento fue clave en aras a dividir las obligaciones informativas y de transparencia: la admisión a cotización. Con anterioridad a ésta, y como primer paso a dar, la sociedad había de cumplimentar y dirigir al Consejo Ejecutivo de la *Deutsche Börse* una solicitud de admisión, en cooperación con una entidad de crédito, una institución de servicios financieros o cualquier otra compañía especializada en la realización de algunas de las actividades contempladas en la Sección 53.1.1 o 53.b).1.1 de la *Gesetz Über das Kreditwesen*. Como segundo paso, el

<sup>1</sup> Para confirmar la fecha de apertura del *Neuer Markt*, consúltense: Blumberg, J.-P. (et al.) (1997), *EASDAQ and Euro.NM Belgium*. Mys & Breesch, Gante, p. 57; Hierro Anibarro, S. (2001), *El Nuevo Mercado de valores tecnológicos*. Civitas, Madrid, p. 262.

<sup>2</sup> Vid. Bolsa de Madrid (2001), «Deutsche Börse desvela nuevas reglas que permitan ofrecer mayor transparencia en las transacciones del Neuer Markt», *Bolsa de Madrid*, n.º 97, pp. 37-38.

prospecto —sometido a la *Börsenprospekthagung*, conforme a la *Börsengesetz*— resultó igualmente imprescindible en el proceso de admisión. Un prospecto de admisión con el siguiente contenido esencial: acciones; emisor; capital social; activos, condiciones financieras y resultados; ganancias y dividendos; en su caso, sociedades asociadas, subsidiarias o filiales; Consejo de Administración; órganos de supervisión; actividad empresarial; perspectivas futuras de negocio; y factores de riesgo. Con posterioridad a aquella admisión a cotización, se aportarían y publicarían las cuentas anuales, los informes trimestrales, y cualquier otro dato relevante adicional acerca de la convocatoria de Juntas Generales, distribución de dividendos o ejercicio del derecho de suscripción. Desde la apertura del *Neuer Markt* se intuyó que abundante, actualizada y detallada información sería factor en extremo esencial para que los inversores (particulares e institucionales) rellenasen sus carteras de inversión con estos valores.

Amén de información, liquidez. La liquidez de los valores vendría dada por la designación de dos o más «*Designated Sponsors*» o «*Betreuer*», que crearían mercado; un «*Makler*» o «*Freimakler*», que, como *broker* independiente, casaría las operaciones de compra y venta; y una «*Partner-Company*», que orientaría a las entidades —sobre todo, a las de talla pequeña— en su primer contacto con el Mercado Bursátil<sup>3</sup>. La operativa de este Mercado a través de los creadores de mercado se mezclaría con un sistema de órdenes (centralizadas en un Libro Central de Órdenes). Liquidez, transparencia, acceso descentralizado, flexibilidad y aceptación por parte de inversores y emisores serían las bazas a ganar —y nunca ganadas— por este Mercado regulado.

Con estos requisitos cuantitativos y cualitativos diecisiete sociedades tenían cotizando sus valores en el *Neuer Markt* tan sólo nueve meses después de que abriera<sup>4</sup>. Una continua corriente de emisiones e inversiones caracterizó los primeros años<sup>5</sup>. Hasta marzo de 2000 (su mejor época) contaba este Mercado con trescientas cuarenta y dos compañías cotizando, con una valoración conjunta por encima de los cuatrocientos cuarenta mil millones de euros. El índice NEMAX *All-Share* se situaba en los ocho mil ciento cuarenta puntos en aquel mes de marzo del año 2000.

## 2. Neuer Markt: Predecesores y sucesores

En escaso tiempo el *Neuer Markt* se había convertido en el Nuevo Mercado europeo de mayor fortaleza, por número de sociedades emisoras y capitalización bursátil. Únicamente el *Alternative Investment Market* (AIM) del Reino Unido le podía hacer sombra.

<sup>3</sup> De manera abreviada, en lo tocante a las funciones concretas que cumplen el *Designated Sponsor* o *Betreuer*, el *Makler* y la *Partner-Company*; léase verbigracia: Soler Movilla, M.<sup>a</sup> A. (1999), «EASDAQ y EURO.NM: Mercados paneuropeos para PYMES», *AF*, n.º 1, año IV, pp. 47-48, 58.

<sup>4</sup> Un pequeño cuadro con el número de sociedades cotizadas, la fecha de creación, la capitalización bursátil total y el valor líder durante 1997 en el *Neuer Markt* se dibujó en: Jacquin, J.-B. (1998), «Le capitalisme anglo-saxon souffle sur les PME allemandes», *L'Expansion*, n.º 565, p. 69.

<sup>5</sup> El número de empresas que hasta julio del año 1999 tenían negociando sus valores en el *Neuer Markt* lo indicó la Comisión Europea en el siguiente Documento de Trabajo sobre el capital-riesgo: SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 9.

## 2.1. Predecesores

### a. AIM

El AIM fue el Nuevo Mercado pionero en Europa. El *London Stock Exchange* (LSE) apretó el botón de su puesta en marcha el 19 de junio de 1995. A finales del año anterior la *City* tenía decidido superar la época del *Unlisted Securities Market* (USM) como Segundo Mercado y relanzar la maquinaria con un Nuevo Mercado. Cuando finalizaba el mes de octubre de 1995, ciento cinco empresas cotizaban en el AIM: veinte nuevas, dos procedentes del USM y las ochenta y tres restantes del *Over The Counter* (OTC) no reglamentado<sup>6</sup>. A últimos de marzo de 1997, eran ya doscientas setenta las entidades jóvenes con fuerte potencial de crecimiento que se encontraban cotizando<sup>7</sup>. El éxito marcó su arranque. Una regulación (*The Stock Exchange's AIM Rules*) laxa, bajo el imperio de la *Financial Services Act 1986* (FSA) y la *Public Offer of Securities Regulation 1995* (POS), ayudó: sin requerimientos en cuanto a valor de mercado o de cotización. Los Nuevos Mercados en Europa irían tras las huellas del AIM. El AIM, a su vez, había ido tras las del deslumbrante NASDAQ norteamericano.

### b. NASDAQ

El 5 de febrero de 1971 se abrían en Nueva York las compuertas de un Mercado electrónico, sin sede física, como «lugar» de encuentro de oferta y demanda de títulos de unas sociedades que, con proyectos empresariales implicados en las incipientes nuevas tecnologías —léase, informática—, no tenían acogida en el *New York Stock Exchange* (NYSE); con unas condiciones de entrada y permanencia pensadas para grandes compañías maduras de cierto prestigio<sup>8</sup>. Nació el *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*, más conocido por sus siglas: NASDAQ<sup>9</sup>.

En el conjunto del NASDAQ la situación en materia de liquidez ha sido durante años envidiable. Jóvenes empresas de base tecnológica ligadas a las Universidades o centros de investigación científica o tecnológica e imbuidas en la sociedad del conocimiento alimentan a —y se alimentan de— este Mercado de intercambio de valores tecnológicos. Si a ello se añaden las

<sup>6</sup> Las cantidades numéricas fueron recogidas por D. Mortier, como Director General Financiero de *Saint Dominique*, en el siguiente comentario: Mortier, D. (1996), «Une nouvelle donne pour les marchés d'actions», *Banque*, n.º 566, p. 28.

<sup>7</sup> Como así lo indicó la Comisión Europea en la página 41 de la edición del año 1998 de su análisis: «Actividades en favor de las PYME y la artesanía».

<sup>8</sup> Una nota a pie de página de la obra: Klein, W. A.; Coffee, Jr. J. C. (1996), *Business Organization and finance. Legal and Economic principles*. 6.ª ed. The Foundation Press, Nueva York, p. 381, guarda una enumeración de los requisitos que impone el NYSE para que las sociedades —generalmente maduras— coticen en él sus valores.

<sup>9</sup> Información siempre actualizada y detallada acerca de la actividad del NASDAQ y de los precios de cotización a tiempo real (con sólo quince minutos de retraso) de las compañías emisoras se consigue con facilidad pinchando en su *Web Site*, cuya URL es: <http://www.nasdaq.com>.

condiciones específicas de admisión y negociación de valores<sup>10</sup> no sorprende ni la liquidez ni la confianza —venidas a menos— que han caracterizado al NASDAQ.

En EE.UU. si de compañías de corta trayectoria con una novedosa y dinámica estructura organizativa y/o productiva emplazadas en sectores *high-tech*<sup>11</sup> se trata, el NASDAQ ofrece el *Small-Cap Market*. Si de compañías de larga trayectoria con una novedosa y dinámica estructura organizativa y/o productiva emplazadas igualmente en sectores *high-tech* se trata, el NASDAQ oferta el *National Market*. El *National Market* para empresas grandes y maduras y el *Small-Cap* para empresas de menor tamaño y edad conviven hoy —como ayer— en el modelo del NASDAQ. Las entidades aún más pequeñas que bien no reúnen *a priori*, o bien dejan de reunir *a posteriori*, el listado de requerimientos del *National Market* o de la *Small-Cap*, se refugian bien en el *Over The Counter Bulletin Board* (OTCBB)<sup>12</sup> o bien en el *Pink Sheets Exchange*<sup>13</sup>; sin la exigencia de estrictas condiciones y con escasa supervisión, a cambio de la pérdida de un notable grado de visibilidad y liquidez<sup>14</sup>. El NASDAQ, con estos submercados, no actúa como puente hacia el NYSE de *Wall Street*, sino como hogar de acogida de empresas competitivas.

En el *National Market*, con tres alternativas en las condiciones cuantitativas de admisión (dos de ellas en función de si la entrada inicial es o no directa en este sector de Mercado), bien se exige como Activo neto tangible un mínimo de seis millones de dólares o de dieciocho millones, bien no se exige ningún nivel mínimo de Activo; en todo caso, al menos, un millón cien mil acciones ofrecidas a los inversores; un mínimo de cuatrocientos accionistas,

<sup>10</sup> Las condiciones cuantitativas y cualitativas en el *National Market* y las de carácter cuantitativo en el *Small-Cap* se muestran en dos ilustrativos cuadros y un esquema en: National Association of Securities Dealers Automated Quotation (1997), *The NASDAQ Stock Market 1997 Fact Book*. NASDAQ, Washington, pp. 55-57. Quien solicite mayor detalle, tenga en cuenta de S. Hierro Anibarro los dos siguientes textos: Hierro Anibarro, S. (2000), «La Asociación Nacional de Intermediarios de Activos Financieros (NASD) y el Mercado NASDAQ», *RDBB*, n.º 79, año XIX, pp. 123-128; Hierro Anibarro, S. (2001), *El Nuevo Mercado...*, *op. cit.*, pp. 121-126.

<sup>11</sup> No sólo los sectores *high-tech* tienen cabida en el espectro emisor (e inversor) del NASDAQ. Compañías procedentes de sectores tradicionales tan dispares como la agricultura, la minería, la construcción, el transporte, la Banca o el seguro tienen admitidos a negociación sus títulos en este Mercado, conforme la afirmación que efectuó el propio NASDAQ en: (1997) *The NASDAQ...* *op. cit.*, p. 7. Ello no obstaculiza que el NASDAQ siga siendo el Mercado de alta tecnología por antonomasia. Datos que ofreció la *National Association of Securities Dealers* ((1998), *NASD 1997*. NASD, Washington, p. 15) —con fuente en la *FactSet Research System, Inc.*— apoyan esta conclusión: el 96% de las sociedades de Internet; el 92% de las sociedades de *software*; el 82% de los fabricantes de ordenadores; y el 81% de las compañías biotecnológicas, y de los fabricantes de componentes electrónicos o de equipos de comunicaciones tenían en el año 1997 sus valores negociando en este Mercado.

<sup>12</sup> El OTCBB fue instituido como sistema electrónico en junio del año 1990 por parte de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), en obediencia al mandato de la *Penny Stock Reform Act 1990*, para los valores (incluidos los «*penny stocks*») no negociados ni en el NASDAQ ni en ningún otro Mercado de Valores norteamericano. Sobre el tema, véase: National Association of Securities Dealers (1996), *Securities regulation in the United States*. 3.ª ed. NASD, Washington, pp. 30-31. <http://www.otcbb.com>, es su URL en la red.

<sup>13</sup> El *Pink Sheets Exchange* es distinto al OTCBB. El *Pink Sheets* no pertenece ni opera a través del Mercado de Valores; pertenece a una compañía privada con un servicio de cotizaciones en tiempo real y base en Internet para valores OTC. Vid. <http://www.otcbb.com/aboutOTCBB/comparison.htm>.

<sup>14</sup> Vid. Carlisle, A. T. (1997), «NOXSO faces possible delisting from NASDAQ Exchange», *Pittsburgh Business Times*, vol. 14, p. 4; Starzynsky, B. (1997), «NASDAQ may drop Essex from SmallCap Market», *Washington Business Journal*, vol. 16, p. 17.

como regla general; y un mínimo de tres creadores de mercado. En el *Small-Cap*, cuatro millones de Activo total neto, cincuenta millones de capitalización, cien mil acciones a ofrecer públicamente, trescientos accionistas y tres creadores de mercado son condiciones necesarias y suficientes. En balance, un buen número mínimo de accionistas, el ofrecimiento de una cantidad importante de acciones, y la buena disponibilidad y accesibilidad a la información y documentación (*Section 12 (g) Securities Exchange Act 1934*) son las claves secretas del NASDAQ.

En cuanto a la documentación, ha de hacerse notar un aspecto: muchas de las compañías con valores cotizando en el NASDAQ son relativamente desconocidas y, sin la puesta a disposición de Informes de investigación —en forma de *prospectus*— de gran calidad y renovables periódicamente, los inversores carecerían de aliciente para invertir. El prospecto<sup>15</sup> provee información acerca de la compañía, de su política de dividendos o de su capitalización y condiciones financieras. El prospecto engloba, al tiempo, los estados financieros auditados; una detallada descripción de las actividades empresariales; una descripción de la estructura de gestión de la entidad y de todas aquellas transacciones efectuadas entre la entidad y los directivos; además de una relación con los nombres de los principales accionistas y sus porcentajes de participación. Cotizar es informar.

### c. Nouveau Marché

La estela, primero, del NASDAQ y, más tarde, del AIM iba a guiar a los Mercados Bursátiles de la mayor parte de los países europeos. Pronto (14 de febrero de 1996) Francia destacó por la puesta en funcionamiento del *Nouveau Marché de la Bourse de Paris*. Ya un año antes, en febrero de 1995<sup>16</sup>, se habían hecho públicas las propuestas por primera vez; anunciándose su apertura para septiembre de 1995. El *Nouveau Marché*, como Mercado autónomo, y regulado, para jóvenes empresas innovadoras y de muy rápido crecimiento fue abierto definitivamente el 20 de marzo de 1996, con quince empresas; que se multiplicarían, al fin de mayo de 1997, hasta veintiséis<sup>17</sup> y, al fin de año, hasta treinta y ocho<sup>18</sup>. Sus comienzos no podían ser más satisfactorios.

<sup>15</sup> En resumen, acerca del contenido del prospecto según las reglas de la *Securities and Exchange Commission*, léase: National Association of Securities Dealers (1996), *Securities...*, *op. cit.*, p. 20.

<sup>16</sup> La *Société Bourse Française* de la Bolsa de París había tomado, en efecto, en febrero de 1995, la decisión de crear un Nuevo Mercado, como así se confirma en: Leblanc, D. (1996), «Nouveaux financements pour les valeurs de croissance», *Banque*, n.º 566, p. 16. El *Nouveau Marché* es dirigido por la *Société du Nouveau Marché* que es, a su vez, subsidiaria al 100% de *Euronext Paris*, antigua *Société Bourse Française-Bourse de Paris*. Vid. Blumberg, J.-P. (et al.) (1997), *EASDAQ...*, *op. cit.*, p. 57.

<sup>17</sup> Conforme a los datos de la Comisión Europea en la página 41 del minucioso análisis que elaboró sobre las actividades en favor de las PYME y la artesanía, en el año 1998.

<sup>18</sup> Treinta y ocho sociedades (treinta y cuatro francesas y cuatro extranjeras) fue la cantidad total de emisoras de valores en el *Nouveau Marché* a 31 de diciembre de 1997, tal y como se reflejó en: Petit, Y. (1998), «1997: L'Année de la confirmation. 1998: L'Année de l'eupéanisation», en, SBF-Bourse de Paris, *L'Année boursière. Statistiques annuelles 1997*. SBF-Bourse de Paris, París, pp. 77. 79.

Las condiciones de participación en este *Nouveau Marché* autónomo, nacional y, aún así, de visión internacional<sup>19</sup> son<sup>20</sup>: un mínimo de millón y medio de euros en fondos propios, de cinco millones de euros en acciones, del 20% de capital flotante y de cien mil acciones a difundir entre el público. Éstas cifras se corresponden, en cierta medida, con las que solicita el NASDAQ para su compartimento de *Small-Caps*<sup>21</sup>. Si bien desde octubre de 1996 no se requiere la publicación de sus proyecciones financieras, las nuevas compañías deben proporcionar al *Nouveau Marché* las cuentas anuales y semestrales, y las cifras de los resultados trimestrales<sup>22</sup>. La figura del «*Introducteur-Teneur de Marché*» (ITM)<sup>23</sup> como agente intermediario especializada es aquí imperativo, en orden a asistir al emisor a la hora de preparar la documentación a publicar (en su papel de «*Introducteur*» o «sponsor») y a asegurar la difusión de los títulos negociables (en su papel de «*Teneur de Marché*» o «*market-maker*») <sup>24</sup>. El ITM, en esta última vertiente, dota a los valores de un grado mínimo de liquidez. No es la creación de mercado a través del ITM, sin embargo, el único sistema de negociación. Un sistema de órdenes centralizadas para las órdenes de detalle se une a él<sup>25</sup>. Ambas técnicas acumulativamente aportan la liquidez que precisa este *Nouveau Marché*.

## 2.2. Sucesores

Tras el *Nouveau Marché*, el Neuer Markt. Tras éste, muchos otros. En efecto, el ritmo que iban marcando los Mercados Bursátiles para valores tecnológicos de EEUU, el Reino Unido, Francia y Alemania sería el compás que seguirían Holanda, con el NMAX; Bélgica, con el Euro-

<sup>19</sup> Con visión internacional o, más concretamente, europea se configuró desde sus orígenes el Nuevo Mercado francés. Sobre este aspecto, véase, por ejemplo: Ferri, A. (1996), «Diagnostic prénatal», *Banque*, n.º 566, p. 24.

<sup>20</sup> Vid. Commission des Operations de Bourse (2001), *L'introduction au Nouveau Marché*. C.O.B., París, p. 8.

<sup>21</sup> Según la aseveración vertida en: Leblanc, D. (1996), «Nouveaux financements...», *op. cit.*, p. 17.

<sup>22</sup> Vid. Bolsa de Madrid (1997), «La Bolsa de París. "Nouveau Marché" celebra su primer cumpleaños», *Bolsa de Madrid*, n.º 56, p. 37. Antes de que el *Nouveau Marché* modificara en octubre de 1996 sus normas de admisión los resultados no se proporcionaban trimestralmente, sino semestralmente como quedó confirmado en: Leblanc, D. (1996), «Nouveaux financements...», *op. cit.*, p. 18. La información periódica y permanente a suministrar en el *Nouveau Marché* se detalló en: Commission des Operations de Bourse (2001), *L'introduction...*, *op. cit.*, pp. 12-14.

<sup>23</sup> Las funciones que cumple el ITM en la operativa del *Nouveau Marché* las describió D. Leblanc, como Director General de la *Société de Nouveau Marché* (SNM), en: Leblanc, D. (1996), «Nouveaux financements...», *op. cit.*, pp. 17-18; y la C.O.B. en: Commission des Operations de Bourse (2001), *L'introduction...*, *op. cit.*, pp. 5, 13, 15. Por su mayor detenimiento, al elaborar un estudio específico alrededor de esta figura, y por su visión práctica es recomendable el siguiente análisis: Choinel, M. A. (1996), «Être introducteur-teneur de marché», *Banque*, n.º 566, pp. 19-22.

<sup>24</sup> Aun sin conexión con el *Nouveau Marché*, la actividad de *Teneur de Marché*, en el marco más amplio de la contrapartida, se analizó en: Vauplane, H. de; Bornet, J.-P. (1994), *Droit de la Bourse*. Librairie de la Cour de Cassation, París, pp. 192-203.

<sup>25</sup> El doble sistema de negociación acogido por el *Nouveau Marché*, por precios, con la presencia del ITM, y por órdenes, estuvo presente, entre otros, en estos dos escritos: Petit, Y. (1997), «Premier bilan du Nouveau Marché», en, SBF-Bourse de Paris, *L'Année Boursière. Statistiques Annuelles 1996*. SBF- Bourse de Paris, París, p. 77; Petit, Y. (1998), «1997: L'Année...», *op. cit.*, pp. 77-88.

NM *Belgium*; Italia, con el *Novo Mercato*; Austria, con FIT y *Newex*; Dinamarca, con *KVX Growth Market*; Irlanda, con ITEQ; España, con el Nuevo Mercado; o Portugal con el *Novo Mercato*. *Ad extra* de los contornos geográficos de la Unión Europea, aun dentro de Europa, Suiza, con el *SWX New Market*.

#### a. NMAX

Quince días después de abrir en Alemania el *Neuer Markt* abría en Holanda el NMAX<sup>26</sup>, *Nieuwe Markt* o *New Markt* del *Euronext Amsterdam* (sucesor del *Amsterdam Exchanges* [AEX]). El NMAX exige, desde su fundación, aquel 25 de marzo de 1997<sup>27</sup>, a las compañías un capital en acciones de más de dos millones de florines (novecientos nueve mil noventa euros), frente a los diez millones (cuatro millones quinientos cuarenta y cinco mil cuatrocientos cincuenta y cuatro euros) del Mercado de Valores oficial, y haber operado e informado de los resultados durante al menos los tres años previos a la admisión (frente a los cinco años, entre los que se han de incluir tres o más de beneficios, del Mercado principal). Tras la admisión, la información de los resultados se vuelve persistente cada trimestre.

#### b. Euro-NM Belgium

Aunque las iniciativas para la instauración del Euro-NM *Belgium*<sup>28</sup> —Nuevo Mercado del *Euronext Brussels* (antiguo *Brussels Stock Exchange* [BXS])— se remontan a 1995, abrió el 11 de abril de 1997<sup>29</sup>, en espera de que entre cinco y diez sociedades cotizasen en él durante el primer año.

Este Nuevo Mercado es un Mercado regulado para compañías de alta tecnología o rápido crecimiento con, al menos, un millón doscientos treinta y nueve mil cuatrocientos sesenta y cuatro euros de capital; un total en Balance de dos millones novecientos setenta y cuatro mil setecientos catorce euros; y una difusión entre el público de, como mínimo, cien mil títulos de libre transmisión, por un montante global de un millón cuatrocientos ochenta y siete mil trescientos cincuenta y siete euros. Si la entidad es de reciente constitución, por tener menos de dos años de existencia, la introducción de sus valores en este Mercado ha de efectuarse por aumento de capital<sup>30</sup>.

<sup>26</sup> Del NMAX como Nuevo Mercado del vigente *Euronext Amsterdam* y anterior *Amsterdam Exchanges* tenemos noticia, por ejemplo, a través de: Bolsa de Madrid (1997), «Amsterdam abre una nueva Bolsa para compañías pequeñas y de rápido crecimiento», *Bolsa de Madrid*, n.º 55, p. 44.

<sup>27</sup> Compruébese la fecha de fundación del NMAX en: Blumberg, J.-P. (et al.) (1997), *EASDAQ...* op. cit., p. 57.

<sup>28</sup> Probablemente el mejor o, al menos, el más completo estudio monográfico que se haya realizado sobre el Euro-NM *Belgium* sea: Blumberg, J.-P. (et al.) (1997), *EASDAQ...* op. cit., pp. 57-100.

<sup>29</sup> Para comprobar la fecha de apertura del Euro-NM *Belgium*, vid. *supra* nota a pie de página n.º 27.

<sup>30</sup> Los requisitos de admisión, en cifras, al Euro-NM *Belgium* se recogieron, verbigracia, en: Blumberg, J.-P. (et al.) (1997), *EASDAQ...* op. cit., pp. 86-87; Palais de la Bourse de Bruxelles (1996), «Le Nouveau Marché belge: Euro.NM Belgium», *Brochure*.

A cambio de la simplicidad en las condiciones de entrada, la sociedad emisora tiene que cumplir unas muy severas reglas de información transparente y regular. En caso de admisión, la sociedad ha de preparar un *public offering* prospectus siguiendo el contenido mínimo que determina el *Arrêté Royal du 31 octobre 1991*; al que se añade un *business plan*. Las obligaciones informativas del emisor no se estancan ahí. Cada año ha de aportar las cuentas anuales —consolidadas, en su caso—. Cada semestre, un Informe con el desarrollo y los resultados del negocio. Cada trimestre, un Informe con los mismos puntos, de acuerdo con lo previsto en el artículo 2 bis del *Arrêté Royal du 3 juillet 1996* (*Rule B-5302 Rule Book Euronext Brussels*). Información periódica a la que se adhiere la información ocasional con todos aquellos hechos que puedan tener influencia en la toma de decisiones del inversor<sup>31</sup>.

En todo momento se fue consciente de que a menor información, mayor riesgo y menor inversión. No resultaba viable cercenar el nivel de exigencia informativa para una clase de valores donde el alto riesgo es algo intrínseco. La solicitud severa de información a las emisoras no ha logrado imprimir todavía una actividad boyante al Euro-NM *Belgium*. En el territorio de Bélgica hay un Nuevo Mercado con apertura directa a Europa: *NASDAQ Europe*. Los bancos y agentes de Bolsa se reparten allí entre ambos Mercados y ello, de manera inevitable, repercute en perjuicio del primero<sup>32</sup>.

### c. *Nuovo Mercato*

En Italia se creó el 17 de junio de 1999, en igual dirección, un Nuevo Mercado autónomo para compañías innovadoras de pequeño y mediano tamaño, dentro del contexto de la compañía privada «*Borsa Italiana Spa*»<sup>33</sup>: *Nuovo Mercato*. Este *Nuovo Mercato* se configura para las sociedades inmersas en las más avanzadas tecnologías y con aspiraciones nacionales o europeas. Una serie de requisitos, menos exigentes que los del Mercado de Valores principal, tienen que reunirse para la admisión de los títulos de esas sociedades en este *Nuovo Mercato*<sup>34</sup>: puesta a disposición de, al menos, un 20% de las acciones de la sociedad, por valor de más de dos millones seiscientos mil dólares. A cambio no existen costes a pagar ni por la entrada ni por la negociación. Lo que sí existe es la necesidad de nombrar un agente especialista (*operatore specialis-*

<sup>31</sup> Con suma minucia y precisión, se trató el estudio del prospecto y la información financiera a aportar por la sociedad emisora en el Euro-NM *Belgium* en: Blumberg, J.-P. (et al.) (1997), *EASDAQ... op. cit.*, pp. 91-99.

<sup>32</sup> Se achacó —correcta y concretamente— esta razón como parte de los problemas con los que se topa, desde su origen, el Euro-NM *Belgium* en: Walmsley, J.; Scott-Quinn, B. (2000), «Evolución probable de los mercados europeos de capitales en el marco de la Unión Monetaria Europea», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 70, pp. 36, 38.

<sup>33</sup> *La Borsa Italiana Spa* se encuentra operativa en la República italiana desde el 2 de enero de 1998; aun cuando fuera autorizada el 23 de enero de un año antes por el Consejo de la Bolsa de Valores de aquel país. En un sucinto párrafo, Walmsley, J.; Scott-Quinn, B. (2000), «Evolución probable...», *op. cit.*, p. 43 se compactaron algunos de los rasgos más destacados de la misma. La composición inicial de su órgano directivo se relató en: Bolsa de Madrid (1998), «La nueva Bolsa Italiana comienza a operar», *Bolsa de Madrid*, n.º 65, p. 47.

<sup>34</sup> Unas ideas con las reglas de admisión de valores al *Nuovo Mercato* se transcribieron en: Larner, M. (1999), «Calling young companies on the way up», *Business Week*, p. 24.

ta) y de entregar —y publicar— trimestral y anualmente Informes con los resultados financieros de la sociedad. Sin esta información no se atraería al inversor.

Información trimestral a publicar dentro de los cuarenta y cinco días siguientes al término del trimestre es lo que exige la *Borsa Italiana* para el segmento de Mercado STAR<sup>35</sup> (*Segmento Titoli con Alti Requisiti*), que está separado del *Nuovo Mercato* por integrarse, desde su inauguración el 2 de abril de 2001, en el *Mercato Telematico Azionario* (MTA) y dirigirse a empresas de pequeña y mediana capitalización (menos de ochocientos millones de euros) de sectores más tradicionales. Para las entidades de menor dimensión con aspiraciones locales, regionales o, a lo sumo, nacionales ya estaba el METIM o *Mercato Telematico delle Imprese*<sup>36</sup>. El METIM es, efectivamente, desde su nacimiento a finales de 1994 un Mercado electrónico para valores de PYMES regionales no necesariamente de base innovadora.

#### d. FIT y NEWEX

Austria dio luz verde al Mercado FIT<sup>37</sup> de la Bolsa de Viena que, bajo el sistema de negociación automático EQOS y organizado con asesores e intermediarios, asegura publicidad y liquidez. Para la liquidez se exige, como requisitos de entrada, un capital social mínimo de diez millones de chelines; unas ventas superiores a ciento cincuenta millones de chelines; unos activos totales, al menos, de veinte millones de chelines; y un mínimo del 15% de las acciones destinadas al público. Para la publicidad se convierte en indispensable la siguiente documentación: un folleto de emisión; un plan de negocio; un Informe financiero al año, a publicar cinco meses después del cierre del ejercicio; y unos Informes cuatrimestrales, a publicar en los dos meses siguientes al último cuatrimestre.

Bajo el imperio de las leyes austríacas, un Nuevo Mercado para empresas de crecimiento de los países del Centro y Este de Europa se anunciaba en agosto del año 2000 que empezaría a funcionar tres meses después. Es un Nuevo Mercado que, bajo el nombre de «NEWEX»<sup>38</sup>, proporciona financiación a bajo coste a empresas de reciente creación o en fase de reestructu-

<sup>35</sup> Por lo que hace al segmento de Mercado STAR, aparte de la actualizada información de su página oficial en la Red (<http://www.borsaitaliana.it/ita/infomercati/star>), encontrará el lector interesado amplio resumen tanto de sus condiciones de ingreso y permanencia como de sus condiciones operativas en: Fernández Blanco, M. O.; Cuello Alborno, G.; Soler Movilla, M.ª Á., (2001), «PYME y Bolsa», *Papeles de Economía Española*, n.º 89-90, pp. 191-192, 209.

<sup>36</sup> Se escribieron unas palabras acerca del *Mercato Telematico delle Imprese*, como Mercado para PYMES regionales, en: Bolsa de Madrid (1997), «Mercado autónomo para compañías de pequeño y mediano tamaño», *Bolsa de Madrid*, n.º 59, p. 46; Mortier, D. (1996), «Une nouvelle...», *op. cit.*, pp. 28-29.

<sup>37</sup> La esencia del Mercado austríaco FIT se recogió en: Bolsa de Madrid (1997), «La Bolsa de Viena ha iniciado un importante proyecto: FIT, el nuevo mercado para pequeñas y medianas empresas», *Bolsa de Madrid*, n.º 59, p. 46. Una nota acerca de la noticia de su proyecto escribió la Comisión Europea en su Comunicación sobre las perspectivas y obstáculos al progreso de los Mercados europeos de Capital para PYMES: COM (97) 187 final, 5 mayo 1987, p. 3.

<sup>38</sup> En torno al anuncio del establecimiento de NEWEX, léase: Bolsa de Madrid (2000), «NEWEX espera comenzar el 3 de noviembre de 2000», *Bolsa de Madrid*, n.º 92, pp. 66-67.

ración procedentes de los más variados países, tales como Polonia, la República Checa, Hungría o Rusia.

#### e. K VX Growth Market

También Dinamarca quiso subirse al tren de los Nuevos Mercados. El 1 de septiembre de 2000 decidió la Bolsa de Copenhague inaugurar el *K VX Growth Market*<sup>39</sup>. Un Mercado —*rectius*, segmento de Mercado— que como sus antecesores y sucesores vela por la financiación de unas empresas de rápido crecimiento operativas en sectores económicos relacionados con las más nuevas tecnologías. Una previsión anual de crecimiento igual o superior a un 20%; una capitalización bursátil, cuando menos, de trescientos millones de coronas danesas; una cláusula *lock-up* sobre el 50% de las acciones de cada accionista de la sociedad emisora; y la acreditación, cuando la compañía atravesase por un período de pérdidas, de fondos suficientes para operar dos años después de la admisión a cotización son las condiciones básicas a cumplir.

#### f. Nuevo Mercado

El día 10 de abril de 2000 es la fecha clave a recordar en España en el tema del Nuevo Mercado para empresas de alta tecnología o con alto potencial de crecimiento. Hubo una viva polémica en relación a si ese era el mejor momento para su incorporación en nuestro país. Estas discusiones se suscitaron a la vista de las significativas pérdidas en las cotizaciones de los denominados «valores tecnológicos»<sup>40</sup> en EE.UU.<sup>41</sup> y, en cascada, en Europa; a raíz del —o tomando como excusa el— fallo de 3 de abril del Juez T. P. Jackson en el asunto Microsoft<sup>42</sup>.

<sup>39</sup> Una concisa noticia relativa a este *K VX Growth Market* danés se encargó de escribir la Bolsa de Madrid —con fuente en el resumen de agosto de 2000 de la FIBV— en: Bolsa de Madrid (2000), «La Bolsa de Copenhague lanza un mercado de empresas en crecimiento», *Bolsa de Madrid*, n.º 92, p. 67.

<sup>40</sup> En clave de humor, pero con un trasfondo serio, el Consejo de Redacción del IESE de la Universidad de Navarra (Argandoña, A. (et al.) (2000), «¿Dónde estará usted el día que caiga la Bolsa?», *IESE. Universidad de Navarra*, n.º 46, vol. 2, pp. 1-4) planteaba (con fecha de cierre a 23 de febrero de 2000) dos cuestiones relacionadas con la cotización de los denominados «valores tecnológicos»: «¿Por qué sube tan rápidamente la cotización de los valores "tecnológicos"? ¿es correcta la actual cotización de los valores "tecnológicos"?». La respuesta al primer interrogante fue que con los valores tecnológicos las oportunidades se multiplicaban respecto a las de los valores tradicionales. La respuesta al segundo fue que existía una fuerte sobrevaloración y, en consecuencia, una burbuja especulativa. Hechos posteriores les darían la razón.

<sup>41</sup> En el mes de abril del año 2000 el índice *NASDAQ Composite* caía en picado un 25% por la corrección a la baja que experimentaban los valores de las grandes empresas tecnológicas. Los dos meses siguientes se caracterizarían, sin embargo, por un ligero repunte. Datos en cifras y un gráfico con los movimientos del índice *NASDAQ Composite* hasta junio de 2000 aparecieron en: OCDE (2000), «Rasgos principales de las tendencias recientes en los mercados financieros», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 70, pp. 128-129; como traducción de este otro análisis: OCDE (2000), «Highlights of recent trends in Financial Markets», *Financial Market Trends*, n.º 76, pp. 7-21. El índice *NASDAQ Composite* perdió a lo largo del año 2000 un 39,3% respecto del año precedente, según datos de la FIBV recogidos en: FIBV (2001), *Annual Report 2000*. FIBV, París, pp. 71-72.

<sup>42</sup> «Los avatares de Microsoft» es el título del epígrafe VIII del siguiente artículo doctrinal: Megías Quirós, J. J. (2001), «Balance del año 2000: De eEurope al proyecto Info XXI», *RCE*, n.º 12, pp. 33-86; donde dio a conocer

La cuestión de si habría que crear en las Bolsas españolas un Nuevo Mercado y, en su caso, cuál sería el mejor momento se había alzado en interrogante, incluso, cuando aún no se hablaba de la revolución tecnológica ni de la Nueva Economía o Economía digital. Una respuesta era rotunda: no había que configurar un Nuevo Mercado hasta que no existiera oferta y demanda. Sin una previa demanda estaba destinado a fracasar. Esa demanda no podía ni debía forzarse, pero sí estimularse a través de medidas que potenciaran, entre otros, a los Fondos de Inversión, a los Fondos de Pensiones y a los Fondos de Capital-Riesgo.

En aquellos momentos —desde mediados hasta finales de la década de los noventa— en los que los Nuevos Mercados causaban furor o, cuando menos, cierta expectación en países vecinos, no llegaban a despertar interés en el nuestro. Quizás una de las contadas excepciones la representaban las Entidades de Capital-Riesgo, quienes apostaron por su viabilidad como método de salida de sus inversiones empresariales. Continuaba, por entonces, sin existir aquí demanda de un Nuevo Mercado. En diciembre de 1998 se formó un Grupo de Trabajo con representantes de las cuatro Bolsas españolas y de la CNMV, y varios miembros de la CEPYME (Confederación Española de PYMES) y de la ASCRI a fin de elaborar un Proyecto de Mercado que pudiera proporcionar recursos propios a empresas con elevado potencial tecnológico. La demanda estaba por llegar.

Un planteamiento, al hilo del anterior, rondaba en torno a si dicha demanda no llegaría a España con un excesivo retraso respecto a otros Estados comunitarios. No hay que olvidar que el AIM británico, el *Nouveau Marché* francés y el *Neuer Markt* alemán para empresas pequeñas de rápido crecimiento llevaban con las puertas abiertas para emisores e inversores desde el 19 de junio de 1995, el 20 de marzo de 1996 y el 10 de marzo de 1997, respectivamente. El retraso siempre tiene un costo adicional. El retraso —se pensó— podía proporcionar, *a contrario*, una ventaja: estar a la espera del impacto y la aceptación, de los riesgos y los fallos de estos Nuevos Mercados específicos en otros Estados de nuestro entorno económico y geográfico. Aprender, en definitiva, como tantas otras veces, de los logros y errores ajenos.

No resulta fácil identificar con exactitud una situación concreta que fuera la desencadenante de un sentimiento generalizado entre emisores, por un lado, e inversores, por otro, de la necesidad en España de un Nuevo Mercado. Con todo, y bajo el temor a equivocaciones, puede decirse que la salida al NASDAQ estadounidense y al EASDAQ europeo de la operadora española de telecomunicaciones Jazztel<sup>43</sup> por la imposibilidad de cotizar en nuestro Mercado tradicional, junto a las incidencias y los fuertes desequilibrios ocasionados durante el primer día de cotización (17 noviembre 1999) de Terra<sup>44</sup> en el Mercado Continuo o Sistema de

---

(con brevedad) el curso judicial del proceso que el Juez T. P. Jackson conoció contra el gigante Microsoft por prácticas *antitrust* contrarias a la *Sherman Act*.

<sup>43</sup> Las acciones de la compañía de telecomunicaciones Jazztel dejaban de cotizar en NASDAQ el 31 de mayo de 2002, como consecuencia de una situación financiera muy crítica debida a una deuda superior a los seiscientos setenta millones de euros.

<sup>44</sup> Con detalle mostró la CNMV las incidencias acaecidas durante el primer día de cotización de Terra en: Comisión Nacional del Mercado de Valores (2000), *Memoria 1999*. CNMV, Madrid, p. 71.

Interconexión Bursátil (SIB o SIBE)<sup>45</sup> (y en el NASDAQ) fueron los desencadenantes del estallido de una demanda que se sentía latente.

Se requirió, a partir de entonces, un Nuevo Mercado reglamentado por normas jurídicas nuevas y especiales. La *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda 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*<sup>46</sup> y la *Circular 1/2000, de 9 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*<sup>47</sup> forman los pilares del cuadro jurídico singular en la materia<sup>48</sup>.

Con la Orden de 22 de diciembre de 1999, el Ministerio de Economía y Hacienda inició los trámites jurídicos necesarios en aras a poner en movimiento, a través del SIBE, un segmento especial de negociación<sup>49</sup> en las Bolsas de Valores denominado «Nuevo Mercado» (con subíndice propio: IBEX-NM)<sup>50</sup>, para empresas que pertenecen «a un sector tecnológicamente puntero a nivel de producto o a nivel de proceso productivo, con un ciclo económico o un mercado potencial sujeto a la incertidumbre de lo novedoso» (párrafo 2.º Exposición de Motivos Orden). Las características propias, de mayores niveles de riesgo y volatilidad, de las empresas pertenecientes a sectores tecnológicamente punteros como, por ejemplo, el entorno Internet, las tecnologías de las comunicaciones o la biotecnología dificultan su adaptación al Mercado Bursátil tradicional. Se encuentran, pues, con obstáculos a la financiación de su expansión vía fondos propios externos. El Nuevo Mercado

45 Como mero recordatorio, el SIBE es, desde el 24 de abril de 1989, el sistema electrónico de contratación de las cuatro Bolsas españolas agrupadas, desde el 15 de febrero de 2002, en «Bolsas y Mercados españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.» (téngase presente el Protocolo de Mercados Españoles de 20 de junio de 2001 de su constitución), cuyo estreno bursátil está previsto para el año 2003. A quien esté interesado en conocer desde cuándo, cómo y por qué funciona el SIBE le será de utilidad repasar los siguientes comentarios: Bolsa de Madrid (1996), «La avanzada posición tecnológica de las bolsas españolas», *Bolsa de Madrid*, n.º 47, pp. 32-34; Bolsa de Madrid (2001), «De la reforma a la integración del Mercado de Valores», *Bolsa de Madrid*, n.º 100, pp. 18-19, 25. Por lo que hace a las normas de funcionamiento del SIBE, *vid.*: Arranz Pumar, G. (2001), «Normas de funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil (SIB)», *DN*, n.º 130-131, año 12, pp. 81-86.

46 B.O.E. núm. 312, 30 diciembre 1999, pp. 8200-8201 [RCL1999, 3250]. Los puntos más relevantes del fondo de esta Orden ministerial se resumieron en: Comisión Nacional del Mercado de Valores (2000), *Memoria 1999...*, *op. cit.*, p. 72. De la autora, *vid.*, de manera igualmente resumida: <http://www.jurisweb.com/articulos/Comentarios%20a%20la%20Orden%20de%20Nuevos%20Mercados.htm>.

47 B.O.E. núm. 41, 17 febrero 2000, pp. 1528-1529 [RCL2000, 465].

48 A ellas se sumó también la *Circular 2/2000, de 13 de abril, de la Sociedad de Bolsas* (Arranz Pumar, G. (2000), «Circular de la Sociedad de Bolsas 2/2000, de 13 de abril. Régimen de actuación del especialista en el segmento especial de negociación denominado "Nuevo Mercado"», *DN*, n.º 117, año 11, pp. 77-79); pronto sustituida por la *Circular 7/2000, de 12 de diciembre, de la Sociedad de Bolsas*.

49 El concepto de «segmento especial de negociación» como un concepto funcional, adoptado para eludir los obstáculos de la puesta en marcha de un Mercado de Valores oficial independiente de los anteriormente creados, se definió en: CASTILLA Cubillas, M. (2001), *Regulación y competencia en los Mercados de Valores*. Civitas, Madrid, p. 306.

50 El índice sectorial *All-Share* IBEX-NM tiene base a 7/4/2000=10.000 puntos. *Vid.* Bolsa de Madrid (2000), «IbexNM: el índice del Nuevo Mercado español», *Bolsa de Madrid*, n.º 87, p. 8.

que se creaba habría de tener, por consiguiente, unas condiciones particulares de admisión y permanencia de valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se erigió en organismo competente para fijar esas condiciones peculiares, junto a los criterios generales que determinasen qué valores debían ser negociados en el Nuevo Mercado y cualesquiera otras disposiciones de desarrollo de la Orden. Las distintas Bolsas de Valores, por su parte, gozan de la competencia para instituir las reglas de contratación o funcionamiento del Nuevo Mercado; si bien la CNMV—en su labor de supervisión— puede suspenderlas o dejarlas sin efecto cuando considere que son contrarias a la legislación bursátil o resultan perjudiciales para el mantenimiento de los principios de máxima transparencia y protección de los inversores.

La tutela de los inversores es una de las preocupaciones básicas y en ella puso el acento la Orden ministerial. La transparencia en la información es garantía de protección del inversor. Por eso, las Bolsas difunden de manera diferenciada la información general y especial que exigen a las sociedades emisoras. Las entidades tecnológicas que se disponen a negociar en un Nuevo Mercado deben mencionar de manera específica este aspecto en el folleto informativo y en toda la publicidad (incluido el tríptico) de la Oferta Pública de Valores (OPV). Una vez que los valores han sido admitidos a cotización, las sociedades emisoras están obligadas a incluir también dicha mención en la información pública periódica, en las cuentas anuales y en cualquier folleto informativo ulterior. Asimismo, como mínimo una vez al año, han de informar, como hecho relevante, de la marcha y evolución del negocio y de sus expectativas futuras. El régimen jurídico aparece—no podía ser de otro modo— presidido por un marcado enfoque tuitivo del emisor.

No se impone al emisor ninguna otra condición añadida para la admisión de sus valores al Nuevo Mercado. Son suficientes, por ende, los requisitos de carácter general establecidos en la normativa sobre el Mercado de Valores: un número igual o superior a cien accionistas y un capital social de, al menos, un millón doscientos mil euros (doscientos millones de pesetas) que no esté en posesión de accionistas que controlen directa o indirectamente más del 25% de la sociedad. Tampoco se impone una dimensión mínima o máxima a las empresas emisoras. Tan sólo se requiere que su actividad principal se incluya en un sector innovador tecnológicamente puntero o con grandes posibilidades de crecimiento futuro.

Se concedió, además, flexibilidad a los requisitos generales de admisión a la negociación bursátil. La CNMV está facultada para admitir los valores de las compañías de reciente creación, con tal de que aporten un Informe—incorporado al folleto de la OPV— de su órgano de administración sobre las perspectivas del negocio y financieras y las previsibles consecuencias en la evolución de los resultados. No necesitan, en cambio, justificar la obtención de beneficios en ejercicios venideros. La falta de información cuantitativa pasada pretende compensarse, así, con información cualitativa futura<sup>51</sup>.

---

<sup>51</sup> No pasó desapercibido el dato de que en el nuestro, como en los restantes Nuevos Mercados, se solicita información cualitativa sobre el futuro empresarial en orden a facilitar la entrada a cotización de entidades recién cons-

En lo que a normas de contratación y de funcionamiento se refiere, no hay que olvidar que los valores tecnológicos a cotizar en el Nuevo Mercado están sometidos a una mayor variabilidad que los valores tradicionales, por estar su proceso productivo, ciclo económico o mercado potencial sujetos a la incertidumbre de lo novedoso<sup>52</sup>. Por ello, peculiaridad de este Nuevo Mercado es la salida a cotizar sin límite de oscilación y la anchura en la horquilla de precios tras la fijación del primer precio, conforme a lo determinado por la Sociedad de Bolsas en uso de sus competencias. Si en marzo de 2000<sup>53</sup> establecía, como pauta general, la variación máxima de precios para cada valor y cada sesión de negociación en un del 25% a aplicar sobre el correspondiente precio de referencia, frente al 15% del Mercado principal<sup>54</sup> y, como pauta excepcional, un ensanchamiento de esta variación para todos los valores si se ponían de manifiesto ofertas o demandas con diferencias superiores en una parte significativa de los mismos, o para un concreto valor si existían circunstancias excepcionales que así lo precisaren. Desaparecía aquel porcentaje del 25% para implantar un rango dinámico para cada uno de los valores.

Sin especialidades en cuanto a las condiciones de admisión, aquéllas se concentran en los requisitos de información y en los procedimientos de admisión. Se obliga a que, tras la cotización, como mínimo una vez al año, la sociedad emisora ponga a disposición de los inversores toda la información que explique la evolución y perspectivas del negocio, aparte de los planes de inversión y financiación futuros. Se exige, previa cotización, un folleto informativo con cuatro conjuntos de informaciones específicas. El primer conjunto es el relativo a las descripciones del ciclo económico, mercado potencial, aspectos tecnológicos, elementos de incertidumbre o riesgo, y cualesquiera demás factores relevantes. El segundo a los detalles en torno a las operaciones y planes futuros de inversión y financiación. El tercero se refiere, en relación a los accionistas con una participación significativa, a la incorporación, en su caso, de una cláusula de no disposición o *lock-up*; de la posibilidad de que participen en ulteriores operaciones de financiación de la empresa; y de su pertenencia o no al Consejo de Administración. El cuarto y último contempla, como última peculiaridad, la actividad voluntaria de creación de mercado<sup>55</sup>

---

tituidas. Vid. Vera Santana, F. L. de (2000), «Nuevos mercados bursátiles, empresas de internet y capital riesgo», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 70, p. 93.

<sup>52</sup> Estos criterios son tan amplios que, en la práctica, pueden dar lugar a multitud de problemas; como con perspectiva se intuiría en: Arranz Pumar, G. (2000), «Circular 1/2000, de 9 de febrero», *DN*, n.º 114, año 11, p. 95.

<sup>53</sup> Las reglas especiales de negociación en el Nuevo Mercado que fijó en el mes de marzo de 2000 el Consejo de Administración de la Sociedad de Bolsas se enumeraron en seis puntos en los dos siguientes trabajos: Bolsa de Madrid (2000), «El "Nuevo Mercado", a punto de despegar», *Bolsa de Madrid*, n.º 86, p. 38; Bolsa de Madrid (2000), «El Nuevo Mercado da sus primeros pasos», *Bolsa de Madrid*, n.º 87, p. 7.

<sup>54</sup> Ante esta diferencia de ratios porcentuales —razonable, dada la velocidad de vértigo a la que se mueven los valores tecnológicos de alto riesgo— se hubiera podido llegar a plantear el «absurdo» de que una compañía con valores cotizando a la vez en el IBEX-NM y, por ejemplo, en el IBEX-35 tuviera distintos parámetros a los que ajustarse en la fluctuación de precios. La aplicación de las normas de contratación del Nuevo Mercado para estos casos de doble cotización fue la solución. Vid. Fernández, L. (et al.) (2000), «Nace la Bolsa de Internet», *AE*, n.º 2178, p. 8.

<sup>55</sup> El que actúe o no en el Nuevo Mercado español un *market-maker* proporcionando liquidez se deja a voluntad de la compañía emisora. En su caso, el *market-maker* o especialista operará de acuerdo con las pautas establecidas

por la que un miembro de la Bolsa, con su actuación de especialista y por cuenta propia<sup>56</sup>, garantice la liquidez de los valores de la sociedad emisora. En el Nuevo Mercado asegurar la liquidez es la llave para contribuir a su regular funcionamiento. Una cuestión que ha suscitado la figura del «*market-maker*» en nuestro Nuevo Mercado es si su presencia tiene algún sentido, a la luz de su falta de apego en el Mercado bursátil español y de la tipología de empresas —grandes y fuertes— para las que se instituyó en España este medio de financiación/inversión.

Se está a la espera de que las novedades financieras que han incorporado en el ordenamiento jurídico la Circular de febrero de 2000 y la Orden de diciembre de 1999 posibiliten en la práctica la entrada masiva directa o indirecta —mediante desinversión del capital-riesgo— en nuestro Nuevo Mercado de empresas innovadoras ávidas por captar recursos financieros que mejoren su posición competitiva y adapten su estructura a los incesantes desafíos a los que somete la sociedad de la tecnología y el conocimiento. Hasta el momento, la entrada de valores de sociedades a nuestro Nuevo Mercado no ha sido lo masiva que se hubiera podido desear. A las diez compañías —procedentes del sector «Nuevas Tecnologías» del Índice General de la Bolsa de Madrid— que inauguraban el 10 de abril de 2000 este segmento de Mercado (Abengoa, Amadeus, Amper, Betesa, Indra, Radiotrónica, Tecnocom [antigua IB-MEI], Terra-Lycos, TPI-Páginas Amarillas y Zeltia) sólo se han sumado —sin contar con que Radiotrónica se ha convertido en Avanzit (en suspensión de pagos desde el 30 de mayo de 2002)— Jazztel PLC, Service Point Solution (antes bajo el nombre de: Picking-Pack), y Puleva Biotech<sup>57</sup>. El resultado neto a 25 de septiembre de 2002: sólo tres compañías más que el día en que se inauguró con gran revuelo nuestro Nuevo Mercado. ¿Un éxito?. Quizás un fracaso y no sólo en número de compañías cotizando sino en resultados: en el ejercicio 2001 sólo Puleva Biotech y Tecnocom lograban rentabilidades positivas. En el primer semestre de 2002 tres: Abengoa, Puleva Biotech y Amadeus.

#### g. ITEQ

Para las empresas tecnológicas, el *Irish Stock Exchange* (ISE) abrió el 8 de septiembre de 2000 un Nuevo Mercado: ITEQ<sup>58</sup>. ITEQ posibilita la negociación de acciones y de certificados de representación de acciones como los certificados de depósito americanos (*American*

---

por la Sociedad de Bolsas en la Circular 7/2000, de 12 de diciembre, y en la *Instrucción Operativa 30/2000, de 14 de diciembre*. En torno a estas reglas, *vid.* Bolsa de Madrid (2000), «El Nuevo Mercado...», *op. cit.*, pp. 8-9; Bolsa de Madrid (2001), «Merrill Lynch, primer especialista en el Nuevo Mercado», *Bolsa de Madrid*, n.º 95, pp. 44-45.

<sup>56</sup> La actuación por cuenta propia de los miembros de la Bolsa no es privativa del segmento del Nuevo Mercado. Para el Mercado de Valores principal se previó este tipo de actuación en relación a las denominadas «operaciones especiales».

<sup>57</sup> Han sido más numerosas las que han ido desistiendo en su empeño por incorporarse a él, como se recuerda en: Megías Quirós, J. J. (2001), «Balance...», *op. cit.*, p. 57.

<sup>58</sup> Con una noticia de prensa aparecida el mes de septiembre de 2000 en el ISE, la Bolsa de Madrid confeccionó una reseña sobre este Nuevo Mercado irlandés ITEQ: Bolsa de Madrid (2000), «La Bolsa lanza un nuevo mercado de valores tecnológicos», *Bolsa de Madrid*, n.º 93, pp. 70-71.

*Depository Receipts* [ADR]), con tal de que hayan sido admitidos mediante alguno de estos métodos: entrada directa o entrada desde el *Official List*. Las compañías tecnológicas que tengan sus valores admitidos en el Mercado principal no encuentran escollos para su admisión en ITEQ. Ésta es automática y sin modificaciones en la regulación. Aquellas empresas que, por el contrario, opten por una entrada directa han de cumplir una serie de reglas de admisión específicas.

Conforme a las ITEQ *Admission Rules*, las condiciones de entrada directa, *grosso modo*, son: válida constitución de la sociedad emisora, de acuerdo con las leyes de su lugar de establecimiento o constitución, y operativa de acuerdo con sus Estatutos y las normas propias de ITEQ; tres o más años de vida de la sociedad, como pauta general; publicación de las cuentas anuales auditadas —preparadas según los principios US GAAP (*US Generally Accepted Accounting Principles*) o IAS (*International Accounting Standards*)— de los tres últimos años o, en el supuesto excepcional de que la sociedad sea de más reciente creación, publicación de las cuentas anuales auditadas de su período de vida; una cláusula *lock-up* durante los noventa días siguientes a la fecha de admisión; libre transmisibilidad de acciones; volumen mínimo de capitalización de cincuenta millones de euros; demostración de habilidad para atraer recursos procedentes de inversores institucionales; y veinte millones de euros a disposición del público, de los que, al menos, un 50% han de corresponder a un aumento de capital por emisión de acciones nuevas.

Para las compañías emergentes, el ISE había lanzado tiempo atrás (enero de 1997) el *Developing Companies Market* (DCM)<sup>59</sup>. Como su propio nombre indica, financia a entidades inmersas en las primeras etapas del desarrollo empresarial, con independencia de que posean o no un marcado carácter tecnológico. Con tal fin, se adoptó un marco menos oneroso en cuanto a la admisión que el del *Official List*: emisión pública de, como mínimo, un 10% de las acciones de la sociedad; y presentación de las cuentas anuales auditadas correspondientes al último ejercicio económico cerrado. Las divergencias entre ambos Mercados no ocultan las analogías existentes entre ellos: notificación de los resultados cada semestre; acciones de libre transmisión; ningún nivel mínimo de beneficios o de activos netos; y un sponsor registrado que acompaña, conduce, guía y aconseja o asesora a la sociedad emisora durante el período de cotización.

---

59 El *Developing Companies Market* del ISE, como una de las iniciativas que intenta satisfacer las necesidades financieras de las empresas de menor envergadura, fue citado como ejemplo por el CES en su Dictamen sobre la Comunicación de la Comisión relativa a las perspectivas y obstáculos al progreso de los Mercados de Capitales europeos para PYMES (DOC 235, 27 julio 1998, p. 19). De manera colateral, se hizo referencia a su puesta en marcha en: Sánchez Miguel, M.<sup>a</sup> C. (1999), La nueva orientación europea para los segundos mercados bursátiles», *RDBB*, julio-septiembre 1999, n.º 75, año XVIII, pp. 136, 138. Para el interesado, una copia de las *DCM Rules*, con fecha de 1997, puede conseguirse mediante una solicitud escrita dirigida a la sede en Dublín del ISE (28 *Anglesea Street*), llamando al número de teléfono: 35316778808, o por Internet en su *Web Site*: <http://www.ise.ie>.

#### h. Novo Mercado

El 29 de diciembre de 2000 entraba en vigor el *Reglamento de la BVLP-Sociedad Gestora de Mercados Reglamentados, S.A. n.º 1-NM/2000*<sup>60</sup> —de conformidad con lo establecido en los artículos 201 y 214 del Código de Valores Mobiliarios (CVM)<sup>61</sup> y en atención a lo dispuesto en el *Reglamento de la Comisión de Mercados de Valores Mobiliarios (CMVM) n.º 34/2000*— en el que se recogen las reglas aplicables al *Novo Mercado* portugués. Como miembros de este *Novo Mercado* están los negociadores, los liquidadores y los creadores de mercado. Desempeñando, además, funciones en este ámbito hallan sitio los promotores. La *Circular de la BVLP n.º 3-NM/2000*<sup>62</sup>, revisada por la *Circular n.º 1-NM/2002*<sup>63</sup>, fija los parámetros de negociación y, en especial, el período de actuación de los creadores de mercado tanto en el sistema de negociación por llamadas como en el sistema de negociación continua: de 8:00 a 16:00 horas y de 8:00 a 16:30 horas, respectivamente. Es otra *Circular*, la *n.º 1-NM/2000, de accionistas de referencia y titulares de los órganos sociales*<sup>64</sup>, la que exige, salvo autorización de la BVLP en supuestos excepcionales, el compromiso de los accionistas de referencia (por ser titulares de participaciones significativas) de no celebrar ningún negocio jurídico de transmisión de los valores representativos del capital social durante un período de seis meses a contar desde la fecha de admisión a negociación, o mantener un mínimo del 80% de aquellos valores durante el primer año a contar desde esa misma fecha. En definitiva, cláusulas *lock-up* al uso en otros Nuevos Mercados europeos.

#### i. SWX New Market

Fuera del marco estricto de los Estados miembros de la UE, pero dentro de los contornos del Continente europeo, nació en julio de 1999 el SWX (*Swiss Exchange*) *New Market* (SNMI) suizo. Las condiciones de admisión y cotización<sup>65</sup> de los valores de las compañías de carácter innovador a las que se dirige son análogas a las de los restantes Mercados del tipo que venimos estudiando.

Un mínimo de dos millones y medio de francos suizos (FS) (un millón seiscientos mil euros) de capital y reservas; un mínimo de cien mil acciones totalmente transmisibles a colocar entre el público inversor por un valor de, al menos, ocho millones FS (cinco millones cien mil euros) que correspondan a un 20% o más de las acciones totales, excluidas en el cómputo

<sup>60</sup> Publicado en el *Boletim de Cotacoes* de 28 de diciembre de 2000.

<sup>61</sup> Un ejemplar del CVM se encuentra disponible en: <http://www.cmvm.pt>. Una referencia a este Código también hay en: [http://www.bvlp.pt/bvlp/est\\_norm.jsp](http://www.bvlp.pt/bvlp/est_norm.jsp).

<sup>62</sup> También con publicación en el *Boletim de Cotacoes* de 28 de diciembre de 2000.

<sup>63</sup> *Boletim de Cotacoes* de 24 de enero de 2002.

<sup>64</sup> *Boletim de Cotacoes* de 28 de diciembre de 2000.

<sup>65</sup> Las condiciones de admisión y cotización en el SWX *New Market* vienen recogidas en forma de cuadro en el apéndice del siguiente estudio: Vera Santana, F. L. DE (2000), «Nuevos mercados...», *op. cit.*, pp. 104-105. Alguna otra anotación existe en: Bolsa de Madrid (2000), «Mercados para empresas de crecimiento en Europa», *Bolsa de Madrid*, n.º 87, p. 14; Walmsley, J.; Scott-Quinn, B. (2000), «Evolución probable...», *op. cit.*, pp. 37, 42.

las que estén en poder de accionistas con un porcentaje igual o superior al 5% de las acciones o de los derechos de voto, son las condiciones cuantitativas.

Entre las cualitativas destaca la exigencia de un folleto informativo de la OPV con los estados financieros auditados de un ejercicio completo como historial de la entidad emisora, información acerca de todos los factores de riesgo que influyan en las acciones, información periódica (anual y trimestral) de los estados financieros y la publicación de cualquier hecho relevante que afecte o pueda afectar a la cotización. Conforme a la Directiva de creación de mercado en el SWX *New Market* —basada en el artículo 11 *AR New Market* (ARNM), aprobada por *Decisión de 23 de noviembre de 2000* y en vigor desde el 1 de febrero de 2001— uno o varios bancos asumen el papel de *market-makers*, asegurando un diferencial máximo del 3% entre los precios de compra y venta durante, al menos, el 80% del horario de cotización. Un líder o sponsor y una cláusula tipo *lock-up* que imposibilite que los accionistas significativos (con más del 2% de las acciones antes de la OPV) puedan vender sus acciones antes de que transcurran seis meses desde la OPV cierran el cuadro de requisitos a reunir por las compañías tecnológicas o de alto crecimiento que deseen recibir recursos a través del SWX *New Market*.

### 2.3. *Neuer Markt, predecesores y sucesores: rasgos comunes*

El sumario examen individualizado de cada uno de los Nuevos Mercados, a nuestro parecer, es ítem previo y obligado para entresacar, *a posteriori* y de inmediato, los rasgos comunes que imprimen la especialidad de esta figura bursátil. Los Nuevos Mercados son, en primera instancia, Mercados —o segmentos de Mercados— donde se aúnan la regulación del legislador con la autorregulación de la autoridad competente, en una especie de potestad normativa compartida. Son, en segunda instancia y en un terreno más operativo, unos Mercados donde se mezclan los dos sistemas clásicos de contratación: el sistema por órdenes o centralizado y el sistema por precios o negociación con la figura del creador de mercado. El fin último es asegurar la liquidez. A idéntico fin responden, en tercera instancia, las severas obligaciones informativas en estos Nuevos Mercados. La simplificación de los criterios de admisión y cotización respecto a los Mercados principales en nada obstaculiza el endurecimiento de los requisitos de información, que se ven acompañados de normas de *corporate governance*. A mayor información, inicial y periódica en forma de prospecto o folleto informativo, mayor liquidez, transparencia y protección del inversor. En cuarta instancia, los Nuevos Mercados poseen una clara orientación internacional. Los Nuevos Mercados con vocación internacional son, en quinta y última instancia, Mercados con vocación tecnológica desde el instante en que se dirigen a satisfacer las necesidades financieras de empresas de sectores económicos nuevos, dinámicos y tecnológicamente avanzados.

## 3. Nuevos mercados: Un lento avance

Las expectativas que se pusieron en el momento de creación de estos Nuevos Mercados, en cuanto a número de entidades cotizadas o a volumen de capitalización, está lejos de cumplirse.

El avance está siendo más lento de lo, en un principio, esperado. La Comisión Europea ha realizado un exhaustivo seguimiento de todos los Nuevos Mercados con el intento de fomentar su expansión y contribuir a la mejora de sus condiciones marco. En este continuado análisis<sup>66</sup>, ha ido observando la existencia de potenciales y reales obstáculos que podrían restringir y, de hecho, están restringiendo el inicial éxito de los mismos. Son escollos relacionados, en una cara, con la desinformación y «des-formación» técnica y financiera de las empresas, y con su reticencia a cotizar acciones en un Mercado Bursátil por el temor a la disminución del control. En la otra, con la regulación de la contratación transfronteriza de valores mobiliarios, por las diferencias en materia fiscal, contable, de gobierno de empresa e inversión institucional. Tales impedimentos no pueden sino convertirse en incentivos de acciones que permitan la consolidación de los Nuevos Mercados, con la consiguiente mejora de la financiación en Europa del tejido económico-empresarial de signo innovador y elevado coeficiente de crecimiento.

Los oídos de cualquier analista bursátil han escuchado que lo necesario para que los Mercados tecnológicos en Europa se consoliden y ganen credibilidad es un valor tipo «Microsoft» o «Intel»<sup>67</sup>. Aunque la prospectiva no sea tarea de quien escribe, lo que requieren los Nuevos Mercados para que su auge quede asegurado —de cualquier manera que estén organizados— es transparencia, liquidez y un extenso grupo de empresas de alto crecimiento<sup>68</sup> y/o con estrategias activas de generación de tecnologías que cumplan sus reglas. Es preciso el ensanchamiento de la base empresarial innovadora<sup>69</sup>; el fomento público del espíritu empresarial privado más innovador. Las empresas de sectores de tecnología punta tendrían, a su vez, asegurada la financiación de su expansión en estos Mercados *ad hoc* e, incluso, en los restantes Mercados de Valores. Oferta y demanda como determinantes del equilibrio en los Nuevos Mercados. Empresas dinámicas de considerable tamaño que se mueven esencialmente —aun-

<sup>66</sup> El continuado análisis que la Comisión Europea está llevando a cabo en el terreno de la evolución de los Nuevos Mercados parte de su Comunicación (publicada el 5 de mayo de 1997) sobre las perspectivas y los posibles obstáculos al progreso de los Mercados europeos de Capital para las PYMES.

<sup>67</sup> Como ejemplo, el dueño de la compañía francesa Pixtchp (J.-L. Grand-Clement) —cuando cotizaba en NASDAQ y EASDAQ— comentó convencido, en este sentido, que el EASDAQ (hoy NASDAQ *Europe*) necesitaba un «Microsoft» o un «Intel» para ganar credibilidad. Este comentario se puede leer en: Taylor, D. (1997), «EASDAQ unifies multilingual european stock exchange», *Business Journal Serving San Jose & Silicon Valley*, vol. 14, p. 5. Se trajo a colación, además, como conclusión final en: Vaquer Lafuente, M.<sup>a</sup> M.<sup>a</sup> E. (1998), «El segundo mercado europeo: el EASDAQ», *Técnica Económica*, n.º 164, año LXIV, p. 19. Tienen lógica estas palabras a la vista de que juntos los valores de Microsoft, Intel y Cisco Systems alcanzaban, a fecha de abril de 1998, cerca de medio trillón de dólares de los dos trillones del valor total del NASDAQ. Vid. Abelson, A. (1998), «Up & Down Wall Street: On the pill», *Barron's*, vol. 78, pp. 3-4.

<sup>68</sup> Ya comentó esta necesidad la Bolsa de Madrid con ocasión de un estudio general sobre los Mercados de Capitales y las PYMES: Bolsa de Madrid (1996), «Fórmulas de titulización de activos para las PYMES», *Bolsa de Madrid*, n.º 43, p. 4.

<sup>69</sup> El Consejo Económico y Social en el Dictamen que elaboró acerca de la Comunicación de la Comisión sobre los obstáculos al progreso de los Mercados de Capitales europeos para las pequeñas y medianas empresas (DO C235, 27 julio 1998, p. 14) observó (punto 3.2.3) —como había observado la propia Comisión— que: «El éxito a largo plazo de estos mercados dependerá de su capacidad para admitir a un número suficiente de empresas innovadoras [...]. Por lo tanto, sería bien recibida cualquier iniciativa destinada a aumentar el número de empresas de estas características».

que no de manera exclusiva— en los sectores de la biotecnología, las tecnologías de las comunicaciones, la electrónica, la informática y el entorno Internet ya cotizan en los Nuevos Mercados. Hay demanda y hay oferta.

La figura del Nuevo Mercado parece que ha llegado a Europa para quedarse. Una afirmación —no categórica— como la que acaba de escribirse hay que tomarla con reservas; de ahí el empleo deliberado del verbo «parecer». Resulta, incluso, arriesgada a la vista del —a veces, delicado, a veces, crítico— período por el que hoy atraviesan los valores tecnológicos de los que se nutren todos los Nuevos Mercados. Dice el folklore bursátil que: «*La Bolsa es el reflejo de la Economía*»<sup>70</sup>. Los Nuevos Mercados son, entonces, el reflejo de la Nueva Economía. Sin ser estos aforismos realidades incontrovertibles<sup>71</sup>, es cierto que la fase de exagerados avances y retrocesos por la que han atravesado las empresas de la Economía digital es provocada y, a la vez, provoca excesos de especulación seguidos de excesos de precaución en los Nuevos Mercados.

#### 4. Neuer Markt: Un agónico cierre

La sacudida bursátil iniciada en abril de 2000 afectó al *Neuer Markt* tanto o más que al resto de los Mercados tecnológicos. Nueve meses después de su apertura había diecisiete sociedades cotizando en este *Neuer Markt*<sup>72</sup>. Quiebras de sociedades cotizadas, sucesivas falsificaciones contables, renunciadas de los promotores a seguir cumpliendo con su cometido y dimisión de J. Nägel, quien fue Presidente de este Mercado germano ha sido el desenlace<sup>73</sup>.

A finales del mes de septiembre de 2002 las compañías cotizando sus valores eran ya tan sólo doscientas sesenta y cuatro, con una pérdida acumulada en su valoración del 96% y un descenso del índice NEMAX *All-Share* hasta los cuatrocientos once en la tarde del 26 de septiembre de 2002. Hasta ese día los contratiempos (persistentes) no habían impedido, tras los

<sup>70</sup> Traducida a idioma francés, fue ésta la frase con la que comenzó un extracto (Balley, P. (1988), «Le Bourse et les "Trente glorieuses"», *Les cahiers Français*, n.º 237, p. 6) de la siguiente obra general: Balley, P. *La Bourse, mythes et réalités*. PVF, 1987. La Bolsa fue defendida como «barómetro de la Economía», en cuanto institución de promoción de adquisiciones, índice de datos económicos y base de decisiones, en: Izquierdo Barriuso, M. (1992), *Los Mercados de Valores en la CEE. (Derecho comunitario y adaptación al Derecho español)*. Civitas, Madrid, p. 33. En el siguiente análisis: Canseco, J. E. (1992), «El fenómeno Bolsa», en: Sánchez Fernández de Valderrama, J. L. (Dir.), *Curso de Bolsa. I*. Ariel, Barcelona, pp. 168-169, tomando en consideración fundada a la Bolsa como «barómetro económico», se fueron introduciendo discrepancias observadas en un plano teórico y en uno práctico.

<sup>71</sup> En Balley, P. (1988), «La bourse et...», *op. cit.*, p. 6 se matizó que este dicho sobre la Bolsa y la Economía había sido objeto de numerosos comentarios entre los expertos bursátiles por no tener un acomodo fácil con la realidad. En una línea semejante, vid. Canseco, J. E. (1992), «El fenómeno...», *op. cit.*, pp. 168-169.

<sup>72</sup> Un pequeño cuadro con el número de sociedades cotizadas, la fecha de creación, la capitalización bursátil total y el valor líder durante 1997 en el *Neuer Markt* se dibujó en: Jacquín, J.-B. (1998), «Le capitalisme...», *op. cit.*, p. 69.

<sup>73</sup> En torno al desenlace sufrido en el *Neuer Markt* por la caída de los precios de los valores tecnológicos iniciada en abril de 2000 y, en concreto, acerca de la dimisión del que fuera Presidente desde enero de 1998 (J. Nägel) consúltese: Bertrand, B. (2000), «Tough lessons for the Neuer Markt», *Financial Times*; Vera Santana, F. L. de (2000), «Nuevos mercados...», *op. cit.*, p. 99.

oportunos y urgentes cambios legislativos previstos desde finales de julio de 2001 y operativos desde el 1 de octubre de 2001 en materia de transparencia o de expulsión de emisores en estado de insolvencia o con menos de veinte millones de euros de capitalización y valores cotizando reiteradamente a precios inferiores a un euro («*penny-stocks*»), que las compañías promotoras e innovadoras siguieran contando con el *Neuer Markt* como lugar donde financiar sus inversiones. El 26 de septiembre de 2002 es la fecha en que la *Deutsche Börse*, como propietaria de la Bolsa de Francfort, anunciaba —a través de su directivo V. Potthoff— su decisión de dar por finalizada la (corta) andadura del *Neuer Markt* a más tardar a finales del año 2003. Un agónico cierre, pero no un sorpresivo cierre.

Una decisión de cierre que afecta también al SMAX. Las compañías de reducida capitalización y crecimiento moderado, cualquiera que sea su grado de innovación, han contado —y transitoriamente contarán— en la *Deutsche Börse* con un segmento o plataforma especial —que hace uso del sistema XETRA— denominado «SMAX»<sup>74</sup>. Su ámbito subjetivo de aplicación ha resultado diferente al del *Neuer Markt* y, a pesar de que, en determinadas ocasiones, pudieron aparecer ciertos solapamientos, la complementariedad entre uno y otro jugó a favor<sup>75</sup>. El SMAX ha intentado cumplir una función puente entre el *Neuer Markt* y el Mercado de Valores principal alemán.

Más que desaparición de los Mercados *Neuer Markt* y SMAX será reestructuración o reorganización en dos nuevos segmentos en el Mercado principal: «*Prime Standard*» y «*Domestic Standard*». En el primero se incluirán los índices DAX-30, con los *blue-chips* de la Bolsa de Francfort, MDAX, para valores de mediana capitalización, y probablemente un nuevo índice para los valores tecnológicos. El *Prime Standard* será, en general, un segmento para las entidades con proyección internacional; que habrán de presentar los resultados económicos cada trimestre, ajustar su Contabilidad a las normas internacionales IAS o US GAAP, presentar un calendario empresarial, realizar al año una o más conferencias de analistas y publicar la información en los idiomas alemán e inglés. Menores serán los requerimientos para las sociedades con operativa a escala nacional a incluir en el *Domestic Standard*; pero, en ambos existirá una misma regla: máxima transparencia y confianza inversora para hacer olvidar a un Nuevo Mercado que ha estado caracterizado por la continua volatilidad y un récord de escándalos empresariales y financieros.

## 5. Nuevos mercados: ¿Próximos cierres?

¿Será el cierre del *Neuer Markt* preludio de una escalada de cierres de los Nuevos Mercados para valores tecnológicos en Europa? Con anterioridad al anuncio del cierre de este Mercado

<sup>74</sup> Del Mercado SMAX alemán nos dieron cumplida nota los siguientes trabajos de investigación: Fernández Blanco, M. O.; Cuello Alborno, G.; Soler Movilla, M.<sup>a</sup> Á. (2001), «PYME...», *op. cit.*, pp. 190-191, 208; Hierro Anibarro, S. (2001), *El Nuevo Mercado...*, *op. cit.*, pp. 262-264, 279-280; Walmsley, J.; Scott-Quinn, B. (2000), «Evolución probable...», *op. cit.*, pp. 36-37.

<sup>75</sup> La Comisión Europea en el Documento de Trabajo sobre el capital-riesgo (SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 9) nombró al SMAX como Mercado que se dirige a las empresas de bajo nivel de capitalización y crecimiento reducido y que, de algún modo, complementa a la figura del Nuevo Mercado.

alemán, el SWX declaraba en el mes de agosto de 2002 el propio archivo del SNMI para los nuevos valores. Aunque el SNMI todavía existe, se destina únicamente a los valores ya admitidos a cotización. Corta vida también la de este Nuevo Mercado suizo. ¿Cortas vidas las de los demás Nuevos Mercados? El crac bursátil que desde aquel triunfal 10 de marzo de 2000 en el NASDAQ vienen sufriendo a escala mundial los valores de entidades asociadas a las nuevas tecnologías, agudizado por aquel fatídico martes 11 de septiembre 2001, no ha conocido parangón. Pero, si se supo y pudo corregir excesos y abandonar el pesimismo que acarrearán desplomes como el del martes negro del 29 de octubre de 1929<sup>76</sup> o el del lunes negro de 19 de octubre de 1987, los Mercados que acogen *ad hoc* valores de sociedades involucradas en las más innovadoras tecnologías sabrán y podrán superar éste y sucesivos, sin miedo a desaparecer y como modo de aprender para el futuro.

## 6. Referencias bibliográficas

ABELSON, A.

1998 «Up & Down Wall Street: On the pill», *Barron's*, vol. 78, pp. 3-4.

ARGANDOÑA, A. (et al.)

2000 «¿Dónde estará usted el día que caiga la Bolsa?», *IESE. Universidad de Navarra*, n.º 46, vol. 2, pp. 1-4.

ARRANZ PUMAR, G.

2000 «Circular 1/2000, de 9 de febrero», *DN*, n.º 114, año 11, p. 95.

2000 «Circular de la Sociedad de Bolsas 2/2000, de 13 de abril. Régimen de actuación del especialista en el segmento especial de negociación denominado "Nuevo Mercado"», *DN*, n.º 117, año 11, pp. 77-79.

2001 «Normas de funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil (SIB)», *DN*, n.º 130-131, año 12, pp. 81-86.

BALLEY, P.

1987 *La Bourse, mythes et réalités*. PVF.

1988 «Le Bourse et les "Trente glorieuses"», *Les cahiers Francais*, n.º 237, p. 6.

BERTRAND, B.

2000 «Tough lessons for the Neuer Markt», *Financial Times*.

BLUMBERG, J.-P. (et al.)

1997 *EASDAQ and Euro.NM Belgium*. Mys & Breesch, Gante, 140 pp.

BOLSA DE MADRID

1996 «Fórmulas de titulización de activos para las PYMES», *Bolsa de Madrid*, n.º 43, pp. 4-5.

---

<sup>76</sup> Éste no es el lugar más apropiado para (re)descubrir los entresijos de la brutal y amarga caída de la Bolsa de Nueva York el día 29 de octubre de 1929; pero puede que el lector esté interesado en acudir a la famosa obra Galbraith, J. K. (2000), *El crac del 29*. Ariel, Madrid, 222 pp., para obtener ayuda a la hora de (re)descubrirlos por sí mismo.

- 1996 «La avanzada posición tecnológica de las bolsas españolas», *Bolsa de Madrid*, n.º 47, pp. 32-34.
- 1997 «Amsterdam abre una nueva Bolsa para compañías pequeñas y de rápido crecimiento», *Bolsa de Madrid*, n.º 55, p. 44.
- 1997 «La Bolsa de París. »Nouveau Marché» celebra su primer cumpleaños», *Bolsa de Madrid*, n.º 56, p. 37.
- 1997 «La Bolsa de Viena ha iniciado un importante proyecto: FIT, el nuevo mercado para pequeñas y medianas empresas», *Bolsa de Madrid*, n.º 59, p. 46.
- 1997 «Mercado autónomo para compañías de pequeño y mediano tamaño», *Bolsa de Madrid*, n.º 59, p. 46.
- 1998 «La nueva Bolsa Italiana comienza a operar», *Bolsa de Madrid*, n.º 65, p. 47.
- 2000 «El "Nuevo Mercado", a punto de despegar», *Bolsa de Madrid*, n.º 86, p. 38.
- 2000 «El Nuevo Mercado da sus primeros pasos», *Bolsa de Madrid*, n.º 87, p. 7.
- 2000 «IbexNM: el índice del Nuevo Mercado español», *Bolsa de Madrid*, n.º 87, p. 8.
- 2000 «Mercados para empresas de crecimiento en Europa», *Bolsa de Madrid*, n.º 87, pp. 10-15.
- 2000 «NEWEX espera comenzar el 3 de noviembre de 2000», *Bolsa de Madrid*, n.º 92, pp. 66-67.
- 2000 «La Bolsa de Copenhague lanza un mercado de empresas en crecimiento», *Bolsa de Madrid*, n.º 92, p. 67.
- 2000 «La Bolsa lanza un nuevo mercado de valores tecnológicos», *Bolsa de Madrid*, n.º 93, pp. 70-71.
- 2001 «Merrill Lynch, primer especialista en el Nuevo Mercado», *Bolsa de Madrid*, n.º 95, pp. 44-45.
- 2001 «Deutsche Börse desvela nuevas reglas que permitan ofrecer mayor transparencia en las transacciones del Neuer Markt», *Bolsa de Madrid*, n.º 97, pp. 37-38.
- 2001 «De la reforma a la integración del Mercado de Valores», *Bolsa de Madrid*, n.º 100, pp. 18-19, 25.
- CANSECO, J. E.  
1992 «El fenómeno Bolsa», en, Sánchez Fernández de Valderrama, J. L. (Dir.), *Curso de Bolsa*. I. Ariel, Barcelona, pp. 159-196.
- CARLISLE, A. T.  
1997 «NOXSO faces possible delisting from NASDAQ Exchange», *Pittsburgh Business Times*, vol. 14, p. 4.
- CASTILLA CUBILLAS, M.  
2001 *Regulación y competencia en los Mercados de Valores*. Civitas, Madrid, 403 pp.
- CHOINEL, M. A.  
1996 «Être introducteur-teneur de marché», *Banque*, n.º 566, pp. 19-22.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES  
2000 *Memoria 1999*. CNMV, Madrid, 105 pp.

## COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE

2001 *L'introduction au Nouveau Marché*. C.O.B., París, 16 pp.

FERNÁNDEZ, L. (et al.)

2000 «Nace la Bolsa de Internet», *AE*, n.º 2178, p. 8.

FERNÁNDEZ BLANCO, M. O., G. CUELLO ALBORNOZ y M.ª Á. SOLER MOVILLA

2001 «PYME y Bolsa», *Papeles de Economía Española*, n.º 89-90, pp. 187-212.

FERRI, A.

1996 «Diagnostic prénatal», *Banque*, n.º 566, p. 24.

FIBV

2001 *Annual Report 2000*. FIBV, París, pp. 71-72.

GALBRAITH, J. K.

2000 *El crac del 29*. Ariel, Madrid, 222 pp.

HIERRO ANIBARRO, S.

2000 «La Asociación Nacional de Intermediarios de Activos Financieros (NASD) y el Mercado NASDAQ», *RDBB*, n.º 79, año XIX, pp. 93-147.

2001 *El Nuevo Mercado de valores tecnológicos*. Civitas, Madrid, 381 pp.

IZQUIERDO BARRIUSO, M.

1992 *Los Mercados de Valores en la CEE: (Derecho comunitario y adaptación al Derecho español)*. Civitas, Madrid, 244 pp.

JACQUIN, J.-B.

1998 «Le capitalisme anglo-saxon souffle sur les PME allemandes», *L'Expansion*, n.º 565, p. 69.

KLEIN, W. A. y J. C. COFFEE, JR.

1996 *Business Organization and finance. Legal and Economic principles*. 6.ª ed. The Foundation Press, Nueva York, p. 381.

LARNER, M.

1999 «Calling young companies on the way up», *Business Week*, p. 24.

LEBLANC, D.

1996 «Nouveaux financements pour les valeurs de croissance», *Banque*, n.º 566, p. 16.

MEGÍAS QUIRÓS, J. J.

2001 «Balance del año 2000: De Europe al proyecto Info XXI», *RCE*, n.º 12, pp. 33-86.

MORTIER, D.

1996 «Une nouvelle donne pour les marchés d'actions», *Banque*, n.º 566, pp. 26-29.

## NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS

1996 *Securities regulation in the United States*. 3.ª ed. NASD, Washington, 74 pp.

1998 *NASD 1997*. NASD, Washington, 64 pp.

## NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION

1997 *The NASDAQ Stock Market 1997 Fact Book*. NASDAQ, Washington, 58 pp.

## OCDE

- 2000 «Highlights of recent trends in Financial Markets», *Financial Market Trends*, n.º 76, pp. 7-21.
- 2000 «Rasgos principales de las tendencias recientes en los mercados financieros», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 70, pp. 128-129.

## PALAIS DE LA BOURSE DE BRUXELLES

1996 «Le Nouveau Marché belge: EURO.NM Belgium», *Brochure*.

## PETIT, Y.

- 1997 «Premier bilan du Nouveau Marché», en, SBF- Bourse de Paris, *L'Année Boursière. Statistiques Annuelles 1996*. SBF- Bourse de Paris, París, p. 77.
- 1998 «1997: L'Année de la confirmation. 1998: L'Année de l'europanisation», en, SBF- Bourse de Paris, *L'Année boursière. Statistiques annuelles 1997*. SBF- Bourse de Paris, París, pp. 77, 79.

## SÁNCHEZ MIGUEL, M.ª C.

1999 «La nueva orientación europea para los segundos mercados bursátiles», *RDBB*, n.º 75, año XVIII, pp. 131-156.

## SOLER MOVILLA, M.ª Á.

1999 «EASDAQ y EURO.NM: Mercados paneuropeos para PYMES», *AF*, n.º 1, año IV, pp. 41-60.

## STARZYNSKY, B.

1997 «NASDAQ may drop Essex from SmallCap Market», *Washington Business Journal*, vol. 16, p. 17.

## TAYLOR, D.

1997 «EASDAQ unifies multilingual european stock exchange», *Business Journal Serving San Jose & Silicon Valley*, vol. 14, p. 5.

## VAQUERO LAFUENTE, M.ª E.

1998 «El segundo mercado europeo: el EASDAQ», *Técnica Económica*, n.º 164, año LXIV, pp. 15-19.

## VAUPLANE, H. DE y J.-P. BORNET

1994 *Droit de la Bourse*. Librairie de la Cour de Cassation, París, 393 pp.

## VERA SANTANA, F. L. DE

2000 «Nuevos mercados bursátiles, empresas de internet y capital riesgo», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 70, pp. 87-106.

## WALMSLEY, J. y B. SCOTT-QUINN

2000 «Evolución probable de los mercados europeos de capitales en el marco de la Unión Monetaria Europea», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 70, pp. 1-56.