
Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía

Este artículo ha sido elaborado por Roberto Blanco y Víctor García-Vaquero, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

Los *nuevos mercados bursátiles* (NMB) son segmentos de una bolsa de valores tradicional (o bien, bolsas independientes) donde se cotizan y se negocian acciones de *empresas de fuerte crecimiento*, muchas de las cuales desarrollan actividades relacionadas con las tecnologías de la información o nuevas tecnologías (1).

Estos mercados se caracterizan por disponer de unas normas de admisión a negociación, de cotización y de transparencia informativa que se adaptan mejor a las peculiaridades de las empresas de fuerte crecimiento. Entre otros aspectos, los NMB establecen unos requisitos de admisión económico-financieros más flexibles, al permitir que se negocien valores de empresas sin un historial de beneficios, a cambio de una mayor y más frecuente información sobre la empresa. En consecuencia, facilitan la salida a bolsa de empresas «de crecimiento», esto es, empresas cuyos productos se encuentran aún en una fase de desarrollo temprano, o que operan en mercados que no han alcanzado todavía su grado de madurez. Las que realizan negocios relacionados con las nuevas tecnologías son, probablemente, el ejemplo más claro de empresas de crecimiento. Así, los NMB suponen un nuevo instrumento de financiación para la *nueva economía* que complementa y amplía las vías de financiación tradicionales.

En el período reciente, los NMB han tenido un gran éxito en la atracción de un número creciente de empresas que han solicitado su admisión a negociación. Este proceso se ha visto impulsado, en primer lugar, por la elevada demanda de los inversores, quienes han mostrado una propensión creciente a aumentar el peso en sus carteras de los valores relacionados con la nueva economía ante las expectativas de revalorización y ante la necesidad de diversificar sus carteras. En segundo lugar, otro factor que ha favorecido el desarrollo de los NMB ha sido el fuerte aumento de las necesidades de recursos propios, por parte de este tipo de sociedades.

El paradigma de los NMB es el Nasdaq (*National Association of Securities Dealers Auto* -

(1) A lo largo de los últimos meses, las empresas admitidas en los NMB pertenecen a actividades relacionadas con semiconductores, *software*, equipos informáticos, Internet y biotecnología. Por este motivo, los NMB también se han denominado recientemente *mercados tecnológicos*.

mated Quotation), mercado localizado en Estados Unidos, que empezó a funcionar en 1971 y que se constituyó de forma independiente de los otros mercados norteamericanos. En Europa, la creación de los NMB es más reciente, y, en general, estos se han constituido como mercados o segmentos de negociación dependientes de las bolsas tradicionales. La importancia relativa de los NMB es creciente, de suerte que en la actualidad la contratación y la capitalización del Nasdaq son, respectivamente, la primera y segunda entre las bolsas mundiales. Además, la mayoría de los NMB, incluidos los europeos, canalizaron en 1999 un volumen de salidas a bolsa similar e incluso superior al de su mercado tradicional.

En el caso de España, el *Nuevo Mercado* ha empezado a funcionar a mediados de abril de 2000 y se ha configurado como un segmento especial del mercado continuo que presenta algunas diferencias importantes respecto de la bolsa tradicional.

En este contexto, los objetivos de este artículo son: analizar las razones para la creación del Nuevo Mercado en España, contextualizar este mercado en el conjunto de los NMB internacionales y analizar sus perspectivas. Para ello, en el segundo epígrafe se analizan los aspectos regulatorios y las características institucionales de los distintos NMB internacionales. En el tercero se comenta la evolución reciente de los NMB y se analiza su desarrollo diferencial con respecto a los mercados tradicionales. En el cuarto se describe el Nuevo Mercado y se compara con los otros NMB europeos. Finalmente, en el epígrafe quinto se resumen las principales conclusiones y perspectivas.

2. MARCO INSTITUCIONAL COMPARADO

Como ya se ha comentado en la introducción, el paradigma de los NMB es el Nasdaq. En su origen (1971), se creó con el ánimo de establecer una plataforma electrónica única de contratación y difusión de cotizaciones para el resto de las bolsas y mercados más o menos aislados en Estados Unidos. Posteriormente, se orientó a captar empresas extranjeras, con el ánimo de internacionalizarse y aumentar su negocio. Su apertura al exterior ha tenido mucho éxito, y un gran número de empresas latinoamericanas, europeas y asiáticas han sido admitidas a cotización, aunque en términos relativos no es uno de los mercados más internacionalizados. A mediados de los noventa, el Nasdaq comienza a admitir un volumen creciente de empresas relacionadas con las tecnologías de información, y es a partir de entonces cuando los analistas y la comunidad inversora

empiezan a identificar al Nasdaq como un mercado de empresas de fuerte crecimiento, mayoritariamente tecnológicas.

Esta especialización y alguna de las características del Nasdaq fueron seguidas recientemente por las bolsas europeas con la creación de sus propios NMB, mayoritariamente como segmentos de negociación (2). En efecto: los NMB europeos se crearon a partir de la segunda mitad de los noventa, siendo el más antiguo el *Nouveau Marché* francés, que empezó a funcionar en febrero de 1996. Asimismo, todos los NMB europeos, salvo el *Easdaq* (*European Association of Securities Dealers Automated Quotation*), se han constituido como mercados o segmentos dependientes de la bolsa tradicional. Una de las ventajas de esta configuración es que se crea un submercado con condiciones y requisitos más flexibles que las bolsas tradicionales, pero aprovechando las economías de escala que presenta la industria de valores. Por el contrario, la excesiva fragmentación de los NMB europeos, al igual que la de las bolsas tradicionales, es un elemento que no favorece la liquidez y profundidad de los mercados bursátiles. En este sentido, hay que destacar que ya existe una iniciativa europea que pretende desarrollar la integración de los NMB: *la alianza Euro NM* (3). Esta iniciativa persigue coordinar los esfuerzos para constituir una plataforma paneuropea con los NMB que, en un primer momento, se está desarrollando en torno al área del euro. Hasta el momento, la alianza se ha materializado en la armonización de los requisitos de admisión (véase cuadro 1) y la construcción de índices bursátiles. No obstante, las recientes iniciativas de integración de las bolsas de Londres y de Alemania (proyecto iX), y de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas (proyecto Euronext), pueden influir en los desarrollos de integración de los NMB europeos.

Una vez descritos los antecedentes de los NMB existentes en Europa, es preciso comentar sus características y aspectos diferenciales con respecto a las bolsas tradicionales. En este sentido, la regulación diferencial de los NMB

(2) Hay que recordar que en la mayor parte de las plazas bursátiles ya existía el denominado «segundo mercado». Estos mercados pretenden dar respuesta a la financiación o liquidez de las acciones, preferentemente de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) que, tarde o temprano, persiguen cotizar en el «primer mercado». Probablemente, la excesiva especialización en PYMES y la connotación como un mercado de segunda fila han sido algunos de los factores que han influido en el poco éxito de este segmento de contratación bursátil de una gran parte de las bolsas europeas.

(3) En la actualidad hay cinco bolsas que pertenecen a la alianza Euro NM: París, Milán, Bruselas, Amsterdam y la bolsa alemana. Hasta el momento, el Nuevo Mercado español no pertenece a esta alianza.

CUADRO 1

Requisitos de admisión en los NMB

	NASDAQ (a)	Alianza Euro NM	EASDAQ	TechMark	Nuevo Mercado
Datos económico-financieros (mínimo)	\$4M de activos o \$50M de capitalización bursátil o 0,75M de ingresos	€1,5M de recursos propios	€3,5M de activos totales y €2M de recursos propios	£50M de capitalización bursátil	€1,2M de capital social
Datos de colocación inicial (mínimo)	\$5M de colocación y \$4 precio por acción	€5M de colocación, procedentes del 50 % ampliación capital 20 % del capital	20 % capital y, al menos, 50 % procedente de ampliación capital	£20M	Libre
Número de accionistas o acciones colocadas (mínimo)	1 M acciones y 300 accionistas con menos del 10 % del capital	100.000 acciones	100 accionistas	N.D.	100 accionistas con menos del 25 % capital
Lock up	Libre	100 % a seis meses y 80 % a un año	Seis meses para accionistas con más 10 %	N.D.	Libre
Creadores de Mercado (mínimo)	3	1, con diferencial máximo del 5 %	2	N.D.	Opcional, con diferencial máximo del 4 %

Fuente: Elaboración propia.

(a) Corresponde al Nasdaq SmallCap Market, que es uno de los dos segmentos del Nasdaq, que está dirigido a empresas de pequeño tamaño y, por tanto, tiene requisitos de admisión más flexibles que el Nasdaq National Market.

obedece a las peculiaridades de las empresas cotizadas en estos mercados. Entre las características diferenciales de dichas empresas, se puede destacar el fuerte crecimiento potencial de su actividad de negocio, su creación reciente, sus importantes necesidades de captación de recursos financieros y la mayor incertidumbre sobre su evolución económica y financiera futura, aspecto que se refleja en una mayor volatilidad de las cotizaciones de sus acciones.

Comenzando por los requisitos de admisión y permanencia, los NMB internacionales se caracterizan por establecer criterios más flexibles, pero con mayor transparencia informativa que las bolsas tradicionales (véase cuadro 1). Por un lado, los requisitos de beneficios son menos exigentes, en tanto en cuanto se sustituye el registro histórico de beneficios por informes sobre la evolución futura, con menciones expresas a las expectativas de obtención de beneficios. En contraposición, para la permanencia de la cotización se exige mayor y más frecuente información acerca del producto, del mercado y del nivel competitivo de la empresa admitida. En este sentido, además de la comunicación de los hechos significativos que caracterizan a toda empresa admitida hay que añadir la difusión periódica de la evolución y las perspectivas de la empresa.

Asimismo, se exige mayor información sobre la composición del accionariado e, incluso,

determinados compromisos sobre la permanencia de los accionistas con participaciones significativas, con el ánimo de involucrar a los socios iniciales en el proyecto de empresa. En particular, los requisitos de admisión armonizados para los Euro NM exigen períodos de permanencia (*lock-up*) relativamente rígidos (véase cuadro 1).

En muchos NMB también se exige que un porcentaje mínimo de la salida a bolsa conlleve una ampliación de capital, lo que supone una entrada de nuevos recursos en la empresa.

Respecto a los criterios de cotización, hay que destacar que los NMB establecen condiciones más flexibles que las bolsas tradicionales, en la medida en que la evolución futura de las empresas admitidas puede estar sometida a una mayor incertidumbre y, en consecuencia, las cotizaciones habitualmente son más volátiles, como se verá con más detalle en el capítulo siguiente. En general, los NMB tienen rangos de fluctuación intradía ilimitados o, en el caso de tenerlos fijos, pueden ampliarse después de un período de «reflexión» que, generalmente, no es superior a una hora (*short-circuit*).

Finalmente, la mayoría de los NMB exigen la designación por parte del emisor de uno o varios creadores de mercado (también denominados especialistas o promotores en algunas legislaciones europeas), con el fin proporcionar li-

quidez a la cotización de las acciones. La misión del creador de mercado es ofrecer continuamente posiciones de oferta y demanda de acciones con un margen relativamente estrecho de precios. Esta tarea de ofrecer contrapartida está relacionada con el hecho de que, habitualmente, este tipo de acciones es susceptible de presentar una liquidez reducida, en parte, como consecuencia de que el capital flotante (*free-float*) (4) de estas empresas es bajo.

3. LOS NMB INTERNACIONALES: EVOLUCIÓN RECIENTE Y CARACTERÍSTICAS

Durante 1999, se produjo un auge notable en las operaciones de salida a bolsa realizadas en los NMB internacionales en relación con el ejercicio anterior y, en muchos casos, dichas operaciones representaron una parte significativa del conjunto de las realizadas en todas las bolsas (incluyendo los mercados tradicionales). Así, por ejemplo, tal como se observa en el cuadro 2, en Estados Unidos los importes colocados en los NMB fueron más de tres veces superiores a los que se produjeron en 1998, y representaron casi la mitad del total de operaciones de salidas a bolsa realizadas en aquellos países.

En Europa, los volúmenes colocados en salidas a bolsa en los NMB casi se cuadruplicaron en relación con el año 1998. El mercado más activo fue el alemán, que atrajo alrededor de dos tercios del volumen de colocaciones realizadas en los NMB europeos. El mercado británico ocupó el segundo lugar, una posición muy significativa, si se tiene en cuenta que empezó a funcionar en el mes de noviembre de 1999. En el resto de los NMB europeos, las colocaciones fueron, en cambio, mucho más moderadas.

A pesar del dinamismo que experimentaron en Europa los mercados primarios de los NMB, el Nasdaq continuó atrayendo el grueso de las operaciones realizadas por las empresas internacionales de crecimiento, de modo que los volúmenes colocados en estas operaciones fueron más de cuatro veces superiores a la suma de los correspondientes a todos los mercados europeos.

El auge de las colocaciones realizadas en los NMB es una consecuencia de la combinación de unas elevadas necesidades de financiación por parte de un número creciente de

empresas recientemente constituidas y de una fuerte demanda de los inversores hacia este tipo de activos, alimentada por unas expectativas de fuerte revalorización. El desarrollo de estos mercados tiene algunas implicaciones importantes tanto para los emisores como para los inversores.

Desde el punto de vista de los emisores, aunque una parte de estas colocaciones no supone una entrada directa de fondos en las empresas sino una recolocación de títulos ya emitidos (5), no cabe duda de que el compromiso de acceder posteriormente a los mercados secundarios facilita la financiación inicial de las empresas que se realiza a través de distintas modalidades como, por ejemplo, las sociedades de capital-riesgo. Además, la cotización en bolsa en un estado inicial del ciclo productivo facilita la política de crecimiento basada en fusiones y adquisiciones, así como estrategias de vinculación entre cliente y accionista. En efecto, las empresas admitidas en los NMB pueden crecer mediante el intercambio de acciones con las sociedades adquiridas y/o fusionadas, sin que ello suponga un drenaje de la tesorería de su propio negocio. Asimismo, las estrategias de vinculación cliente-accionista pueden impulsarse mediante la publicidad inducida que supone la cotización en bolsa.

Desde el punto de vista de los inversores, la expansión de la oferta de valores ha contribuido a mejorar la diversificación sectorial de sus carteras, permitiendo aumentar el peso de las actividades productivas con mayores perspectivas de crecimiento, fundamentalmente las relacionadas con las nuevas tecnologías.

En definitiva, la existencia de los NMB está contribuyendo a desarrollar una fuerte oferta empresarial, habitualmente en ciclos incipientes del negocio, y a impulsar una canalización más eficiente de los flujos de ahorro entre los emisores y los inversores, que, en muchos casos, no se hubiese podido producir a través de las bolsas tradicionales por no cumplir las empresas todos los requisitos de admisión.

Para aproximar el tamaño actual de los NMB, en el cuadro 3 se muestra, para cada uno de ellos, el número de empresas cotizadas y su capitalización a finales de marzo de 2000, y el volumen de contratación en 1999. En dicho cuadro se aprecia claramente el liderazgo del Nasdaq dentro del conjunto de los NMB. Así-

(4) Porcentaje del capital social que está cotizando en bolsa «libremente», es decir, en poder de inversores financieros que no controlan la gestión de la empresa admitida.

(5) Recuérdese, no obstante, que, como se señaló en el epígrafe anterior, en muchos NMB se exige que una parte de la colocación inicial de acciones corresponda a emisión nueva de títulos (véase cuadro 1), por lo que sí existiría nueva entrada de recursos a las empresas admitidas.

CUADRO 2

**Salidas a bolsa en los nuevos mercados bursátiles
Año 1999**

Mercado	Nº ofertas	Importes colocados		
		Año 1999 (millones euros)	Var. 1999-1998 (%)	% sobre bolsas nacionales (a)
NASDAQ	485	47.313	266,5	48,1
EASDAQ	12	774	-22,2	—
TechMark (NM Bolsa de Londres)	9	2.282	—	68,1
Neuer Markt (NM Bolsas alemanas)	136	7.633	342,5	40,2
Le Nouveau Marché (NM Bolsa de París)	32	570	9,6	8,2
Nuovo Mercato (NM Bolsa de Milán)	6	234	—	49,4
Nieuwe Markt NMAX (NM Bolsa de Amsterdam) (b)	1	77	-86,0	0,4
EURO NM (NM Bolsa de Bruselas)	6	40	189,2	1,8

Fuentes: FIBV, FESE, Nasdaq, London Stock Exchange, Bolsa de París, Easdaq y Euro NM.

(a) Se considera como bolsas nacionales la suma del NMB y del mercado tradicional. En el caso del Nasdaq se toma como bolsas nacionales la suma de este mercado y el de la Bolsa de Nueva York. En el caso del Techmark y del Nuovo Mercato, solo incluye el período noviembre-diciembre de 1999.

(b) Importes colocados por empresas nacionales.

mismo, en relación con las bolsas internacionales tradicionales, esta plaza financiera se sitúa en primer lugar por volumen de contratación y en segundo lugar por nivel de capitalización, por detrás de la Bolsa de Nueva York. El menor desarrollo relativo de los NMB europeos se explica, seguramente, por el menor peso relativo de las empresas relacionadas con las nuevas tecnologías en el sector real de la economía europea y también por el retraso en la aparición de los NMB en Europa. Adicionalmente, es posible que la fragmentación que muestran estos mercados en Europa haya frenado sus posibilidades de crecimiento.

Entre los NMB europeos, el británico se sitúa en primer lugar por capitalización. No obstante, conviene advertir que dicho mercado está formado, principalmente, por el traspaso de valores que ya cotizaban anteriormente en la Bolsa de Londres, entre los que destacan por su tamaño los pertenecientes a empresas como las grandes operadoras de telecomunicaciones, las farmacéuticas o, incluso, algunas eléctricas. Por el contrario, el grueso de los valores admitidos a negociación en el resto de los NMB europeos está compuesto por empresas nuevas que no cotizaban anteriormente en bolsa.

En la alianza Euro NM, el mercado alemán ocupa una posición de liderazgo, tanto por el número de empresas (el 61 % del total), siendo el NMB europeo con mayor número de empresas cotizadas, como, sobre todo, por su capitalización (el 76 % del total). El mercado francés, por su parte, se sitúa en segundo lugar, tanto por el número de empresas como por su capitalización. En cambio, el resto de los mercados pertenecientes a Euro NM presenta un tamaño muy reducido. Finalmente, el mercado Easdaq

ocupa una posición intermedia y se sitúa, por capitalización, por detrás del mercado alemán y, por número de empresas, por detrás del mercado francés.

La importancia relativa de los NMB europeos dentro del total de los mercados bursátiles europeos (medida en términos de contratación y de capitalización) es también muy inferior a la del Nasdaq dentro de los mercados americanos (véase cuadro 3). Dichas diferencias sugieren que los NMB europeos poseen todavía un importante potencial de crecimiento. En este contexto, los recientes proyectos de integración iX y Euronext supondrán, si terminan materializándose, un importante reto competitivo.

En cuanto a las características de las empresas cuyos valores se negocian en los NMB, uno de los aspectos distintivos con respecto de los mercados tradicionales es su menor tamaño relativo. En efecto, tal como se observa en el cuadro 3, en la mayoría de los casos el tamaño medio de las empresas es, en los NMB, sustancialmente inferior al de las empresas cotizadas en los mercados tradicionales. Esta característica, junto al hecho de que, normalmente, el capital flotante suele ser en los NMB más reducido, se traduce, habitualmente, en una menor liquidez relativa de los valores negociados en los NMB (6). En este sentido, los esfuerzos enca-

(6) La menor liquidez de los valores de estos mercados se refleja en unos mayores diferenciales compra-venta (*bid-ask spreads*, en terminología anglosajona). Así, según datos de la Deutsche Börse, el diferencial compra-venta medio de los valores que se incluyen en el índice del nuevo mercado alemán se sitúan en torno al 1,3 %, lo que contrasta con el 0,2 % de los valores del índice de valores tradicionales (DAX 30).

CUADRO 3

Tamaño de los nuevos mercados bursátiles

Mercado	Número de emisores (a)	Capitalización Mill. euros (a)	Contratación Mill. euros (b)	Peso sobre bolsas nacionales (%) (c)		Tamaño rel. empresas (%) (e)
				Capitalización (a) (d)	Contratación (b)	
NASDAQ	4.830	6.551.874	861.125	34,1	50,6	31,8
EASDAQ	58	59.500	28	—	—	—
TechMARK (NM Bolsa de Londres)	202	1.196.222	33.569	40,3	11,1	709,9
Neuer Markt (NM Bolsas alemanas)	242	193.677	10.679	8,6	8,9	34,8
Le Nouveau Marché (NM Bolsa de París)	117	31.106	320	1,9	0,5	15,3
Nuovo Mercato (NM Bolsa de Milán)	8	28.037	588	3,4	1,2	112,6
Nieuwe Markt NMAX (NM Bolsa de Amsterdam)	14	1.690	52	0,2	0,1	3,4
EURO NM (NM Bolsa de Bruselas)	13	564	10	0,1	0,2	2,7
Nuevo Mercado (Bolsas españolas)	10	40.268	—	10,0	—	153,2

Fuentes: Nasdaq, FIBV, Bolsas de Londres, Milán, Alemania, París, Madrid, Easdaq y Euro NM.

(a) A 31.3.2000, excepto Easdaq, que es a 7.4.2000, y el Nuevo Mercado, que es a 10.4.2000.

(b) Año 1999, media mensual. Trading System View: Alemania, París, Italia, Bruselas. Regulated Environment View: Nasdaq, Londres, Amsterdam. En el caso de TechMark y Nuovo Mercato, solamente se considera la parte del año en que funcionaron (desde noviembre y junio, respectivamente).

(c) Se considera como bolsas nacionales la suma del NMB y del mercado tradicional. En el caso del Nasdaq se toma como total bolsas la suma de este mercado y el de la Bolsa de Nueva York.

(d) Empresas nacionales solamente.

(e) Tamaño medio de las empresas en el nuevo mercado en relación con el tamaño medio de las empresas negociadas en los mercados tradicionales del mismo país. A 31.12.1999.

minados a mejorar la liquidez son especialmente relevantes en el caso de estos mercados. Esta es la razón por la que, como ya se comentó, la figura del creador de mercado, un agente que se compromete a cotizar continuamente precios de compra y de venta con un diferencial máximo, ocupa un papel importante en el diseño de estos mercados.

Por lo que se refiere a la nacionalidad de las empresas cotizadas, y al igual que ocurre en los mercados tradicionales, el peso de los valores emitidos por las empresas del país donde está localizado el mercado es mayoritario en casi todos los NMB (véase cuadro 4). Las prin-

cipales excepciones a este comportamiento son las del mercado Easdaq, donde solamente el 13 % de la capitalización del mercado a finales de 1999 correspondía a empresas locales y el NMB belga, donde las empresas locales representaban en aquella fecha menos del 40 % de la capitalización total.

En cuanto a la distribución sectorial de las empresas, las que centran su actividad en las nuevas tecnologías suponen una parte significativa de la capitalización del mercado. Así, a finales de 1999, los sectores de informática y telecomunicaciones representaban entre el 65 % y el 87 % de la capitalización del Nasdaq,

CUADRO 4

Nacionalidad de las empresas cotizadas en los nuevos mercados bursátiles
En porcentaje de la capitalización a 31.12.1999

Mercado	EEUU	UEM	Resto de Europa	Resto del mundo	Pro memoria: Empresas nacionales
NASDAQ	82,2	3,4	6,8	7,6	82,2
EASDAQ (a)	51,0	24,0	23,6	1,5	13,1
TechMARK (NM Bolsa de Londres)	0,0	0,0	100,0	0,0	100,0
Neuer Markt (NM Bolsas alemanas)	18,5	79,1	1,9	0,5	72,9
Le Nouveau Marché (NM Bolsa de París)	0,1	98,8	0,0	1,1	98,6
Nuovo Mercato (NM Bolsa de Milán)	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
Nieuwe Markt NMAX (NM Bolsa de Amsterdam)	0,0	84,2	15,8	0,0	84,2
EURO NM (NM Bolsa de Bruselas)	0,0	59,9	0,0	40,1	39,9

Fuentes: FIBV, London Stock Exchange, Easdaq y Euro NM.

(a) Datos a 14 de enero de 2000.

CUADRO 5

**Distribución sectorial de las empresas cotizadas en los NMB (a)
En porcentaje de la capitalización**

	NASDAQ (b)	EASDAQ (c)	TECHMARK (d)	NEUER MARKT (e)
Informática	45,6	10,7	35,2	44,1
Telecomunicaciones	21,0	54,4	52,0	22,7
Financiero	3,9	0,1	0,5	5,8
Bioteología	3,8	27,3	2,3	7,6
Industrial	23,5	7,0	9,5	19,7
Transportes	0,6	0,2	0,1	0,0
Otros	1,6	0,3	0,4	0,0

Fuentes: Nasdaq, Easdaq, Bolsa de Londres, NM Bolsas alemanas.

(a) La clasificación sectorial de los mercados Easdaq, TechMark y Neuer Markt reproduce, en la medida de lo posible, la clasificación del Nasdaq. En el Nasdaq, las empresas de Internet se clasifican en el sector industrial cuando su actividad es de distribución de productos a través de Internet, y en el sector Informática en otro caso. En los restantes mercados, el sector Informática comprende todas las empresas de Internet y todas las empresas de tecnología de la información.

(b) A 3.2.2000.

(c) A 14.1.2000.

(d) A 14.12.1999.

(e) A 31.3.2000.

Neuer Markt, Easdaq y del TechMark (véase cuadro 5). No obstante, aunque muchas veces se identifican los NMB con el sector de las nuevas tecnologías, el peso de las empresas que desarrollan actividades distintas también representa, en algunos casos, como el Nasdaq, una parte no despreciable de la capitalización del mercado. Así, por ejemplo, las empresas del sector industrial representaban a finales de 1999 casi una cuarta parte de la capitalización, aunque algunas de las empresas aquí clasificadas pertenecen al sector del comercio electrónico.

Las características diferenciales de las empresas cuyos títulos se negocian en los NMB también se reflejan en el comportamiento de

las cotizaciones. Así, los precios de los valores negociados en los NMB suelen presentar una volatilidad superior. Para ilustrar este punto, en el cuadro 6 se comparan las volatilidades de los índices representativos de estos mercados con las de otros índices representativos de los mercados tradicionales del mismo país (7). Según se observa en dicho cuadro, la volatilidad de los índices de los NMB se sitúa, en la mayoría de los casos, entre un 40 % y

(7) Debe tenerse en cuenta que algunos de los índices representativos de los mercados tradicionales también incluyen valores cotizados en los NMB, si bien su ponderación es sustancialmente inferior. Tal es el caso, por ejemplo, de los índices Dow Jones de las bolsas americanas y del FT de la Bolsa de Londres.

CUADRO 6

**Comportamiento de las cotizaciones. NMB frente a mercados tradicionales (a)
En %**

	Rentabilidad (b)		Volatilidad (c)	
	Mercado tradicional	NMB	Mercado tradicional	NMB
Estados Unidos	16,9	76,1	19,4	34,8
Reino Unido	7,6	81,7	19,6	35,2
Alemania	59,1	129,8	25,9	39,3
Francia	62,8	235,6	22,2	43,8
Italia	29,1	817,4	23,4	90,7
Holanda	22,9	36,7	21,3	31,2
Bélgica	-20,0	23,4	21,1	31,1

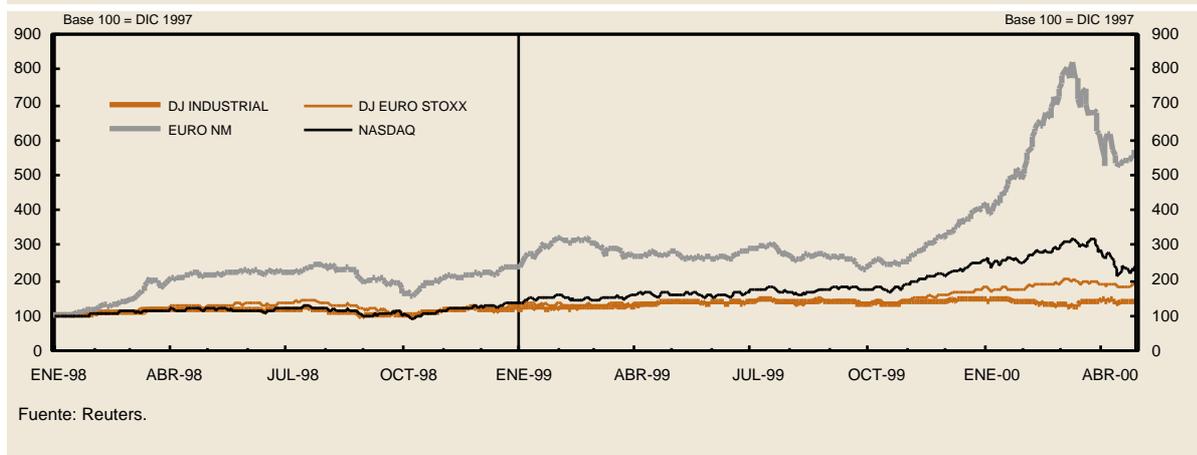
Fuentes: Reuters y Bloomberg.

(a) Se utilizan los siguientes índices: en los mercados tradicionales, Dow Jones industrial para EEUU, FTSE 100 para el Reino Unido, DAX 30 para Alemania, CAC 40 para Francia, MIB 30 para Italia, AEX para Holanda, y BEL 20 para Bélgica. En los NMB se utilizan los índices de estos mercados en cada país.

(b) Acumulado entre el 31.12.1998 y el 30.4.2000. En el caso de Italia, desde el 17.6.1999.

(c) Desviación típica anualizada de la diferencia logarítmica diaria. Mismo período que en el análisis de la rentabilidad.

Evolución de los índices bursátiles de los NMB frente a los de los mercados tradicionales



un 100 % por encima de la volatilidad que exhiben los índices tradicionales (8). La mayor volatilidad relativa de las cotizaciones en los NMB se explica, principalmente, por la mayor incertidumbre asociada a la evolución de los beneficios futuros de este tipo de empresas, aunque también puede responder, en parte, a la menor liquidez relativa que muestran los valores negociados.

El segundo elemento diferencial de la evolución durante los últimos años de las cotizaciones de las empresas cotizadas en los NMB es su intensa revalorización, que ha sido muy superior a la que exhiben los mercados tradicionales. Para ilustrar este fenómeno, en el cuadro 6 se comparan las rentabilidades acumuladas desde finales de 1998 hasta abril de 2000, de los índices de los NMB frente a las de los mercados tradicionales. En dicho cuadro se observa que este es un fenómeno que ha afectado prácticamente a todos los mercados aunque, durante el período analizado, ha sido más intenso en Europa, en parte como consecuencia del mayor peso relativo de las empresas relacionadas con las tecnologías de la información, cuya evolución bursátil ha sido más alcista que la del resto de los sectores cotizados. En el gráfico 1, se puede apreciar que la brecha entre la evolución de los índices tradicionales y los de los NMB se abrió considerable-

mente entre el último trimestre de 1999 y mediados del mes de marzo de 2000 y que, a partir de dicha fecha, el diferencial se recortó sensiblemente. De todos modos, la revalorización acumulada de los índices de los NMB continúa siendo muy superior a la de los índices tradicionales.

La evolución alcista de las cotizaciones de las empresas negociadas en los NMB hasta mediados de marzo de 2000 pudo responder, en alguna medida, a una mejora de las perspectivas sobre el desarrollo de los negocios en los que estas centran su actividad. No obstante, es posible que el comportamiento de los precios cotizados reflejara también un desajuste entre una fuerte demanda procedente de los inversores que desean aumentar el peso en sus carteras de los sectores de la nueva economía y una oferta que, aunque había crecido significativamente en 1999, era todavía limitada, especialmente en el ámbito de los mercados europeos. Esta tesis parece apoyada por el hecho de que, en la mayoría de las operaciones de salida a bolsa, se produjeron elevadas revalorizaciones en las primeras sesiones en las que el valor empezó a negociarse en bolsa. Además, el método habitualmente utilizado para la construcción de los índices bursátiles ha podido impulsar, también, este fenómeno. En efecto: el criterio de ponderar los valores en los índices por el valor de mercado (capitalización bursátil) de todas las acciones de la sociedad y no según los títulos que efectivamente circulan en el mercado, junto al hecho de que el capital flotante de las empresas admitidas en los NMB ha sido, en general, reducido, ha podido contribuir a ese desajuste entre la oferta y la demanda, en la medida en que los inversores hayan intentado replicar los índices bursátiles —práctica bas-

(8) Debe advertirse, no obstante, que esta mayor volatilidad puede responder, en parte, al efecto de la menor diversificación y no solo a la mayor volatilidad de los valores individuales. Sin embargo, este efecto no parece que sea muy relevante, al menos para el mercado alemán —único para el que se ha dispuesto de datos individuales de volatilidad—, ya que la volatilidad media de los valores del índice del nuevo mercado (NEMAX 50) durante 1999 fue muy superior a la del índice de valores tradicionales (DAX 30) —71,5 % frente al 37,2 %—.

tante extendida entre algunos inversores institucionales— (9).

4. EL NUEVO MERCADO ESPAÑOL

En el caso de España, la necesidad de crear el Nuevo Mercado, además de los motivos generales ya descritos, se aceleró como consecuencia de algunos estrangulamientos en la cotización de ciertos valores tecnológicos que fueron admitidos en la bolsa tradicional y con el fin de evitar la deslocalización del negocio bursátil. En particular, se observó durante los últimos meses de 1999 que algunos valores de empresas españolas vinculadas a la nueva economía que no cumplían con alguno de los requisitos de las bolsas tradicionales españolas, comenzaron a cotizar en otro NMB internacional.

El Nuevo Mercado se ha configurado como un segmento especial del mercado continuo, es decir, un segmento de cotización y negociación del Sistema de Interconexión Bursátil cuya compensación y liquidación se realiza, al igual que las bolsas tradicionales, en el Sistema de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV). Orgánicamente, el Nuevo Mercado depende de la Sociedad de Bolsas, en definitiva, de las cuatro bolsas españolas. Este segmento de negociación empezó a funcionar el 10 de abril de 2000 con diez valores (10) procedentes de la bolsa tradicional, que totalizan una capitalización de 40,3 mm de euros, lo que le sitúa en tercer lugar en el *ranking* de los NMB del área del euro. Además, su capitalización representa el 10 % de la del total de las bolsas españolas, un porcentaje superior al de cualquiera de los mercados de la alianza Euro NM (véase cuadro 3). Hay que matizar, no obstante, que más de la mitad de la capitalización del Nuevo Mercado corresponde a un valor, por lo que el resto de empresas son de tamaño mediano o pequeño. En los próximos meses está prevista la salida al Nuevo Mercado de varias sociedades, muchas de las cuales son de reciente creación y cuyo ciclo de negocio se encuentra en un estadio incipiente.

La regulación aplicable al Nuevo Mercado se concreta en la Orden Ministerial de 22 de diciembre de 1999, que autorizó la creación de un segmento especial de negociación que se denomina Nuevo Mercado y estableció la modificación de los requisitos de admisión a bolsa. Asimismo, la Circular 1/2000 de la CNMV, de 9 de febrero, de-

sarrolló los aspectos más específicos de admisión y permanencia de los valores admitidos; la Circular 1/2000 de la Sociedad de Bolsas, estableció las normas de contratación en el Nuevo Mercado y, recientemente, la Circular 2/2000, también de la Sociedad de Bolsas, desarrolló la función de los creadores de mercado.

El Nuevo Mercado presenta algunas diferencias importantes respecto de las bolsas tradicionales españolas, en línea con los aspectos diferenciales comentados en el epígrafe 2. Así, el Nuevo Mercado exige una mayor transparencia informativa, que se concreta en un doble requerimiento. Por un lado, se exige la descripción en el folleto de admisión de los riesgos asociados a la actividad de la empresa y, al menos una vez al año, la publicación de la evolución y perspectivas de negocio (*reporting*). Por otro, se requiere la difusión de los compromisos de permanencia de los accionistas con participación significativa (*lockup*) e incluso su posición en futuras ampliaciones de capital.

Asimismo, el Nuevo Mercado flexibiliza los límites de oscilación de precios en el mercado secundario. En el caso de la primera cotización, el precio es libre. En el caso de las fluctuaciones durante la sesión se limitan al 25 % (frente al límite del 15 % vigente en el mercado tradicional). No obstante, la regulación contempla que, durante una misma sesión, el límite del 25 % podrá ampliarse tantas veces como sea preciso, después de un período de ajuste, e incluso podrá extenderse excepcionalmente el horario de contratación, por lo que, en la práctica, la variación durante la sesión también es libre.

Aunque no es un aspecto diferencial del Nuevo Mercado, ya que se puede aplicar también a la bolsa tradicional, se ha eliminado el requisito de admisión a negociación que exigía la obtención de beneficios en los ejercicios venideros, y se ha sustituido por la presentación de un informe de la sociedad emisora sobre las perspectivas de negocio y de resultados en los próximos ejercicios. En la práctica, esto supone que ahora es la propia sociedad (o Consejo de Administración), en vez de un tercero (empresa auditora, banco de negocio o creador de mercado), la que se responsabiliza de las perspectivas de resultados empresariales (11).

(9) En el caso español, este efecto perderá importancia en el futuro, ya que la Sociedad de Bolsas ha anunciado algunas correcciones en el cálculo de los índices que reducen el peso de las acciones con capital flotante reducido.

(10) Abengoa, Amper, Amadeus, Befesa, Corporación IB-MEI, Indra, Radiotrónica, TPI, Terra, Zeltia.

(11) Hay que recordar que, originalmente, el Reglamento de Bolsas de 1967 establecía el requisito de beneficios en los dos últimos años o en los tres alternos correspondientes a los cinco últimos años. Posteriormente, se reformó este criterio mediante la OM de 19 de julio de 1997, sustituyéndolo por la justificación por parte de la entidad emisora de la obtención de beneficios en los ejercicios venideros. Esta reforma pretendía, en cierto modo, dar respuesta al proceso de privatización de empresas públicas mediante la flexibilización de los requisitos de admisión.

Finalmente, habría que mencionar, aunque no es un requisito obligatorio, que la cotización de un valor en el Nuevo Mercado puede estar apoyada por un creador de mercado que se comprometa a ofrecer precios de compra y de venta del valor con un diferencial máximo de un 4 %. Este elemento, pues, no supone una garantía de liquidez para los valores del Nuevo Mercado, ya que es un aspecto discrecional del emisor.

Es preciso destacar que los requisitos y las condiciones de negociación del Nuevo Mercado son más flexibles que los que propone la alianza Euro NM. En particular, los principales requisitos que establecen los mercados de esta alianza y que el Nuevo Mercado no exige son: la existencia de un *lock-up* expreso para los accionistas iniciales del 100 % durante seis meses y del 80 % del capital social durante el plazo de un año; el requerimiento de un capital flotante mínimo del 20 % del capital social; la necesidad de que el 50 % de la colocación inicial proceda de una ampliación de capital y la oferta pública de acciones sea superior a 5 millones de euros; el mínimo de un creador de mercado; y, finalmente, los recursos propios de la empresa deben alcanzar un mínimo de 1,5 millones de euros, de acuerdo con el Euro NM, mientras que el Nuevo Mercado exige 1,2 millones de capital social. Esto podría suponer un cierto aislamiento en la participación de los valores españoles en las carteras de los inversores institucionales que replican índices Euro NM. No obstante, en contrapartida, la mayor flexibilidad de criterios permitiría atraer a nuevos emisores que, en principio, no podrían acceder con los criterios de la alianza Euro NM.

5. CONCLUSIONES

Los NMB han adaptado a las peculiaridades de las empresas de crecimiento algunas de las reglas de los mercados bursátiles tradicionales y, de esta manera, han facilitado la financiación y el desarrollo de un buen número de sociedades, entre las que destacan las que realizan actividades productivas relacionadas con las nuevas tecnologías. Así pues, los NMB suponen un instrumento fundamental para el desarrollo de una actividad empresarial cuyos negocios se encuentran en una fase incipiente de maduración. La mayor facilidad de financiación para este tipo de empresas puede producir externalidades positivas para el conjunto de la economía en la medida en que, como algunas investigaciones concluyen, el desarrollo de las tecnologías de la información contribuye al aumento en la productividad general de la economía. Además, desde el punto de vista de los inversores, el desarrollo de los NMB ampliará las posibilidades para llevar a cabo una diversificación sectorial de sus carteras más eficiente.

No obstante, conviene señalar que algunos aspectos del funcionamiento de los mercados no se han adaptado todavía plenamente a las características diferenciales de las empresas de crecimiento. Así, por ejemplo, la mayoría de índices bursátiles siguen ponderando los valores según el valor de mercado (o capitalización bursátil) de todas las acciones emitidas por la empresa, independientemente de su capital flotante. Esta forma de cálculo puede ocasionar que el peso en los índices de las empresas de los NMB, cuyo capital flotante suele ser bastante inferior al de las empresas cuyos valores se cotizan en los mercados tradicionales, sea superior a su oferta relativa de títulos en el mercado. Esta característica, junto con la tendencia creciente de los inversores institucionales a replicar índices en la gestión de sus carteras, puede generar desajustes indeseables entre la oferta y demanda de los valores admitidos en los NMB. En este sentido, resulta positiva la iniciativa de la Sociedad de Bolsas de adaptar la construcción de los índices IBEX al capital flotante de las empresas que lo forman.

En el caso español, la creación del Nuevo Mercado ha supuesto la homologación de los mercados de valores españoles con los de otros países de nuestro entorno, con la intención de mejorar la posición competitiva de nuestros mercados, facilitar la financiación de las empresas españolas de crecimiento, estimular la oferta de valores emitidos por dichas empresas (contribuyendo de esta manera a absorber la demanda creciente de estos valores) y, en definitiva, contribuir a desarrollar la nueva economía en España.

El menor desarrollo relativo de los NMB en Europa en relación con el Nasdaq de Estados Unidos augura, a medio y largo plazo, unas buenas perspectivas de expansión de los mercados europeos, que se verán reforzadas en la medida en que se mantenga la elevada demanda de los inversores hacia los valores emitidos por las empresas de crecimiento. En el momento actual, la alianza Euro NM ha conseguido armonizar los criterios de admisión a negociación y una cierta comercialización conjunta de algunos mercados del área del euro. Esta iniciativa podría constituir el embrión de un mercado pan-europeo de empresas de crecimiento, si se consiguiera una interconexión de dichos mercados, de forma que la liquidez se concentrara en una sola plataforma de negociación. No obstante, la creación de los mercados Euronext (con la integración de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas) y del iX (con la integración de las bolsas de Londres y de Alemania) son aspectos que modificarían sensiblemente el panorama de los NMB, al tiempo que supondrían un

importante reto competitivo para los mercados europeos.

12.5.2000.

BIBLIOGRAFÍA

BROOKES, M. y WAHHAJ, Z. (2000) *The shocking economic effect of B2B*, Global economic paper no. 37, Goldman Sachs, febrero.

CATES, A. y KEMMSIES, W. (2000). *New Economy Perspectives*, Global economic & strategy research, Warburg Dillon Read, febrero.

NASDAQ (1998). *A practical guide to listing on the Nasdaq stock market*, The National Association of Securities Dealers, Inc.

US DEPARTMENT OF COMMERCE (1999). *The Emerging Digital Economy*, junio.