

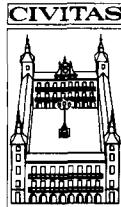
SANTIAGO HIERRO ANIBARRO

Universidad de Alcalá

EL NUEVO MERCADO DE VALORES TECNOLÓGICOS

Prólogo

Antonio PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO
Catedrático de Derecho Mercantil



ÍNDICE

Prólogo	21
Abreviaturas	25
Introducción	33

CAPÍTULO I EL NUEVO MERCADO

I. La organización del Nuevo Mercado	41
1. LOS MODELOS DE ORGANIZACIÓN DEL NUEVO MERCADO.	41
2. EL MERCADO EXTRABURSÁTIL	42
2.1. <i>El modelo de mercado extrabursátil de Estados Unidos</i>	42
2.2. <i>El mercado no regulado</i>	43
3. EL NUEVO MERCADO DE LAS BOLSAS EUROPEAS	46
3.1. <i>El precedente del Nuevo Mercado de las Bolsas europeas: el segundo mercado</i>	46
3.2. <i>El Nuevo Mercado bursátil</i>	47
II. La negociación de valores en el Nuevo Mercado	47
1. LOS SISTEMAS BURSÁTILES DE CONTRATACIÓN	47
1.1. <i>El sistema orientado por órdenes</i>	47
1.2. <i>El sistema orientado por precios o de negociación</i>	48
1.3. <i>La integración de ambos sistemas de contratación</i>	50
2. EL SISTEMA BURSÁTIL DE CONTRATACIÓN DE VALORES EN EL NUEVO MERCADO	51
III. La ordenación jurídica del Nuevo Mercado	54
1. FACTORES GENERALES DEL MERCADO DE VALORES QUE HAN INFLUIDO EN LA ORDENACIÓN JURÍDICA DEL NUEVO MERCADO	54
1.1. <i>La institucionalización de los inversores</i>	54
1.2. <i>La internacionalización de los mercados de valores. La extensión de la autorregulación bursátil</i>	56

1.3.	<i>La desregulación de los mercados de valores</i>	58
1.4.	<i>El impacto de las nuevas tecnologías</i>	60
2.	FACTORES ESPECÍFICOS DE LOS NUEVOS MERCADOS QUE HAN MODELADO SU RÉGIMEN JURÍDICO	62
2.1.	<i>La Nueva Economía y sus necesidades de financiación</i>	62
2.2.	<i>El capital-riesgo y el Nuevo Mercado</i>	63
2.2.1.	La función del capital-riesgo	63
2.2.2.	El Nuevo Mercado y la desinversión del capital-riesgo	65

CAPÍTULO II

EL MERCADO NASDAQ

1.	El organismo regulador y supervisor del mercado extrabursátil. La Asociación Nacional de Intermediarios de Valores (NASD).	67
1.	LA CAPACIDAD AUTORREGULADORA DE LA ASOCIACIÓN NACIONAL DE INTERMEDIARIOS DE VALORES	67
1.1.	<i>La autorregulación del mercado de valores de los Estados Unidos</i>	68
1.2.	<i>El ámbito de la autorregulación. Potestad normativa y potestad disciplinaria</i>	71
1.3.	<i>La valoración del sistema de autorregulación del mercado de valores de los Estados Unidos</i>	75
2.	EL ORIGEN DE LA ASOCIACIÓN NACIONAL DE INTERMEDIARIOS DE VALORES Y LA CONCESIÓN DE LA CAPACIDAD AUTORREGULADORA	78
2.1.	<i>Los precedentes. El Investment Bankers Conference Committee y la National Industrial Recovery Act</i>	78
2.2.	<i>La concesión de la capacidad autorreguladora. La Maloney Act y el principio de cooperación normativa.</i>	80
2.3.	<i>La definitiva aparición de la Asociación Nacional de Intermediarios de Valores</i>	83
3.	LA POTESTAD SANCIONADORA Y EL PROCEDIMIENTO DISCIPLINARIO	84
3.1.	<i>El fundamento legal de la potestad sancionadora</i>	84
3.2.	<i>El procedimiento disciplinario</i>	87
3.2.1.	Los órganos del procedimiento disciplinario .	87
3.2.2.	El desarrollo del proceso disciplinario	89

3.2.3.	La revisión de los procedimientos disciplina- rios. La apelación.....	94
3.2.3.1.	La apelación dentro de la NASD....	94
3.2.3.2.	La apelación ante la SEC y la vía judicial posterior	96
3.3.	<i>La valoración del procedimiento disciplinario de la NASD</i>	98
II.	La organización de la Asociación Nacional de Intermediarios de Valores	101
1.	LA INSCRIPCIÓN EN LA NASD DE LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES	101
2.	LA ORGANIZACIÓN Y ADMINISTRACIÓN DE LA NASD	102
2.1.	<i>La organización interna de la NASD</i>	102
2.2.	<i>Las filiales: el Nasdaq Stock Market, Inc.; la NASD Regulation, Inc., y la AMEX, Inc.</i>	104
III.	El mercado NASDAQ	107
1.	EL MERCADO DE VALORES DE ESTADOS UNIDOS	107
2.	EL MERCADO EXTRABURSÁTIL (OTC)	111
2.1.	<i>La naturaleza del mercado OTC</i>	111
2.2.	<i>Las diferencias entre el mercado OTC y el bursátil</i>	112
2.3.	<i>La negociación de valores en el mercado OTC</i>	113
3.	LA ORGANIZACIÓN DEL MERCADO NASDAQ	115
3.1.	<i>La aparición del NASDAQ</i>	115
3.2.	<i>La negociación de valores en el mercado NASDAQ ..</i>	117
3.3.	<i>La admisión a negociación en el NASDAQ</i>	119
3.3.1.	Los requisitos formales de admisión y cotiza- ción en el NASDAQ.....	120
3.3.1.1.	El NASDAQ SmallCap Market	121
3.3.1.2.	Las formalidades relacionadas con la estructura societaria del emisor ...	122
3.3.1.3.	El NASDAQ National Market	123
3.3.1.4.	El requisito contable. La auditoría «peer review» a la sociedad emisora.	126
3.3.1.5.	Las normas de adaptación a los nue- vos requisitos introducidos tras la reforma de 1997	126
3.3.2.	El poder discrecional de la NASD en la admi- sión y posterior cotización en el NASDAQ...	127

3.3.2.1.	El contenido del poder discrecional.	127
3.3.2.2.	El ejercicio del poder discrecional ..	128
3.4.	<i>El sistema de ejecución de órdenes SOES</i>	128
4.	OTROS MERCADOS OTC OPERADOS POR LA NASD	130
4.1.	<i>El mercado PORTAL</i>	130
4.2.	<i>El Penny Stock Market y el OTC Bulletin Board</i>	131
IV.	La integración de los mercados de valores en los Estados Unidos y sus implicaciones para el mercado NASDAQ	132
1.	EL <i>NATIONAL MARKET SYSTEM</i>	132
1.1.	<i>Introducción</i>	132
1.2.	<i>La desconcentración del mercado de valores en los Estados Unidos</i>	133
1.3.	<i>La aparición de las primeras Leyes del mercado de valores</i>	135
1.4.	<i>La formulación del National Market System</i>	136
1.5.	<i>La ejecución del National Market System</i>	138
2.	EL NASDAQ Y EL <i>NATIONAL MARKET SYSTEM</i>	144
3.	LA FUSIÓN DEL NASDAQ Y LA BOLSA AMEX.....	144
4.	LA GLOBALIZACIÓN MERCANTIL Y JURÍDICA DEL NASDAQ.	146

CAPÍTULO III

EL SEGUNDO MERCADO BURSÁTIL

I.	La ordenación del segundo mercado bursátil	149
1.	LA APARICIÓN DEL SEGUNDO MERCADO BURSÁTIL	149
1.1.	<i>La búsqueda de un mercado de valores para la pyme.</i>	149
1.2.	<i>El agotamiento de las tradicionales vías de financiación empresarial</i>	150
2.	LA SEGMENTACIÓN VERTICAL DEL MERCADO BURSÁTIL ...	152
2.1.	<i>Origen y concepto</i>	152
2.2.	<i>El fundamento de la segmentación vertical del mercado bursátil</i>	153
2.3.	<i>Los diferentes modelos bursátiles de segmentación vertical</i>	154
II.	Los segundos mercados bursátiles europeos	156
1.	EL <i>UNLISTED SECURITIES MARKET</i> BRITÁNICO	156
1.1.	<i>La ordenación del mercado bursátil en el Reino Unido</i>	156

1.2.	<i>La búsqueda de un mercado de valores para la pyme .</i>	157
1.3.	<i>La fundación del Unlisted Securities Market</i>	159
1.4.	<i>El Tercer Mercado</i>	163
1.5.	<i>El mercado extrabursátil y la financiación de la pyme.</i>	165
1.5.1.	<i>El Business Start-up Scheme y el Business Expansion Scheme</i>	165
1.5.2.	<i>La organización del mercado OTC en el Reino Unido</i>	166
1.5.3.	<i>El control del mercado extrabursátil</i>	168
2.	EL GEREGELTER MARKT ALEMÁN	170
2.1.	<i>La segmentación del mercado bursátil en Alemania ...</i>	170
2.2.	<i>La aparición del segundo mercado bursátil alemán ...</i>	172
2.3.	<i>El régimen jurídico del geregelter Markt</i>	173
3.	EL SEGUNDO MERCADO BURSÁTIL FRANCÉS	177
3.1.	<i>La ordenación del mercado bursátil francés</i>	177
3.2.	<i>El mercado hors cote</i>	178
3.2.1.	<i>Antecedentes y formación del mercado hors cote. El mercado libre</i>	178
3.2.2.	<i>La organización del mercado hors cote</i>	181
3.2.3.	<i>La clausura del mercado hors cote</i>	182
3.3.	<i>El second marché</i>	183
3.3.1.	<i>La creación del compartimento especial del mercado hors cote</i>	183
3.3.2.	<i>La aparición del second marché</i>	184
3.3.3.	<i>La admisión en el segundo mercado</i>	185
3.3.3.1.	<i>Los requisitos de admisión</i>	185
3.3.3.2.	<i>El procedimiento de admisión</i>	188
3.3.3.3.	<i>La actividad de contrapartida</i>	189
3.3.4.	<i>La asimilación a mercado oficial del segundo mercado</i>	190
3.3.5.	<i>La exclusión del segundo mercado</i>	192
4.	OTROS SEGUNDOS MERCADOS BURSÁTILES EUROPEOS	193
4.1.	<i>El segundo mercado italiano</i>	193
4.1.1.	<i>El mercato ristretto</i>	193
4.1.2.	<i>El mercado extrabursátil. El Terzo Mercato ..</i>	197
4.2.	<i>El parallelmarkt holandés</i>	198
4.3.	<i>El aktiemarked III danés</i>	200

III. El segundo mercado bursátil en España	201
1. LA FINANCIACIÓN DE LA PYME Y EL MERCADO BURSÁTIL EN ESPAÑA	201
2. LOS PRECEDENTES DEL SEGUNDO MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL	202
3. EL SEGUNDO MERCADO DE LA BOLSA DE BARCELONA.....	204
3.1. <i>La aparición del segundo mercado de la Bolsa de Barcelona</i>	204
3.2. <i>La ordenación del segundo mercado bursátil barcelonés</i>	205
3.2.1. Las exigencias a nivel de información	206
3.2.2. La contratación de los títulos. El sistema de contrapartida	207
3.2.3. Las circunstancias de difusión y transmisibilidad del valor.....	207
3.2.4. Los documentos a presentar para la admisión en el segundo mercado	208
4. EL SEGUNDO MERCADO BURSÁTIL OFICIAL.....	209
4.1. <i>El marco legal de la admisión en el segundo mercado bursátil oficial</i>	209
4.2. <i>Las obligaciones derivadas de la cotización en el segundo mercado</i>	212
4.3. <i>La regulación de la actividad de contrapartida</i>	215
4.4. <i>La exclusión del segundo mercado bursátil oficial</i>	216
5. EL SEGUNDO MERCADO BURSÁTIL TRAS LA ENTRADA EN VIGOR DE LA LEY 24/1988 Y LA REFORMA DE LA LEY 37/1998	217
6. OTRAS MEDIDAS LEGALES TENDENTES AL ESTABLECIMIENTO DE UN MERCADO BURSÁTIL PARA LA PYME EN ESPAÑA.	219
IV. El fracaso del modelo bursátil de segmentación vertical	219

CAPÍTULO IV

EL NUEVO MERCADO BURSÁTIL

I. El Nuevo Mercado de las Bolsas europeas.....	223
1. LA APARICIÓN DE UN NUEVO MODELO DE ORDENACIÓN BURSÁTIL CUALIFICADO POR EL SUJETO EMISOR	223
2. UN ORDENAMIENTO JURÍDICO BASADO EN LA AUTORREGULACIÓN	226
3. LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS NUEVOS MERCADOS	227

3.1.	<i>Un régimen jurídico modelado por la competencia internacional de los mercados de valores</i>	227
3.2.	<i>El impacto de la libre prestación de servicios de inversión en la creación y regulación de los Nuevos Mercados</i>	230
3.3.	<i>La armonización de las normas de los Nuevos Mercados. Los Acuerdos de armonización del EURO.NM..</i>	231
II.	Los Nuevos Mercados bursátiles europeos	233
1.	<i>EL ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET</i>	233
1.1.	<i>El mercado de valores para empresas innovadoras de la Bolsa de Londres. El AIM y el TechMARK</i>	233
1.2.	<i>La ordenación jurídica del mercado AIM</i>	235
1.2.1.	La búsqueda de un equilibrio regulador	235
1.2.2.	El entramado jurídico del AIM. El régimen básico aplicable	237
1.3.	<i>La admisión a cotización en el AIM</i>	239
1.3.1.	Los requisitos y la solicitud de admisión	239
1.3.2.	El documento de admisión (<i>AIM admission document</i>)	243
1.3.2.1.	Exigencia y publicidad del documento de admisión	243
1.3.2.2.	Los requisitos del documento de admisión que se fijan en las <i>POS Regulations 1995</i>	244
1.3.2.3.	Los requisitos del documento de admisión que se establecen en las normas del AIM	246
1.3.3.	El asesor y el intermediario de valores nombrados por la sociedad emisora	250
1.3.3.1.	El asesor	250
1.3.3.2.	El intermediario de valores	255
1.3.4.	Las obligaciones derivadas de la admisión a cotización en el AIM	256
1.3.4.1.	Obligaciones de información a la Bolsa	256
1.3.4.2.	La obligación de mantener los servicios de un asesor y de un intermediario de valores	258

1.3.5.	Nuevas emisiones de valores negociables por parte de sociedades admitidas a cotización en el AIM	258
1.4.	<i>El AIM y el sistema de compensación y liquidación de valores CREST</i>	259
1.5.	<i>El acceso al mercado oficial desde el AIM</i>	260
1.6.	<i>Potestad sancionadora y procedimiento disciplinario</i> ..	260
2.	EL NUEVO MERCADO ALEMÁN	262
2.1.	<i>La reciente reordenación en la segmentación del mercado bursátil alemán</i>	262
2.2.	<i>El Neuer Markt</i>	264
2.2.1.	Principios inspiradores del régimen jurídico del <i>Neuer Markt</i>	264
2.2.1.1.	La transparencia del mercado.....	264
2.2.1.2.	Un régimen jurídico basado en la autorregulación del NASDAQ	265
2.2.1.3.	La internacionalización del régimen jurídico del <i>Neuer Markt</i>	266
2.2.2.	La admisión a cotización en el <i>Neuer Markt</i> ..	268
2.2.2.1.	La solicitud de admisión	268
2.2.2.2.	Los requisitos de admisión.....	270
2.2.2.3.	El folleto informativo	272
2.2.2.4.	La decisión sobre la solicitud de admisión	275
2.2.2.5.	Las obligaciones derivadas de la admisión a cotización	276
2.2.3.	La negociación de valores en el <i>Neuer Markt</i> ..	278
2.2.4.	La supervisión del <i>Neuer Markt</i>	279
2.3.	<i>El SMAX</i>	279
3.	EL <i>NOUVEAU MARCHÉ</i> FRANCÉS	280
3.1.	<i>La ordenación jurídica del Nuevo Mercado francés</i> ...	280
3.2.	<i>La organización del Nouveau Marché</i>	281
3.2.1.	La administración del Nuevo Mercado francés	281
3.2.2.	La autorregulación del <i>Nouveau Marché</i>	282
3.2.3.	Los comités asesor y de admisiones	284
3.3.	<i>La admisión a cotización en el Nuevo Mercado francés</i>	285

3.3.1.	Los miembros del <i>Nouveau Marché</i>	285
3.3.2.	Los criterios de admisión	288
3.4.	<i>La negociación y liquidación de operaciones en el Nouveau Marché</i>	290
4.	EL NUOVO MERCATO ITALIANO	291
4.1.	<i>La búsqueda de un nuevo mercado para pymes. El mercado telemático per piccole e medie imprese</i>	291
4.2.	<i>La fundación y ordenación jurídica del Nuovo Mercato</i>	293
4.2.1.	Un modelo de organización jurídica basado en la autorregulación	293
4.2.2.	Un mercado adaptado a las características de las sociedades emisoras	296
III.	El Nuevo Mercado español	296
1.	ORIGEN Y FUNDACIÓN DEL NUEVO MERCADO ESPAÑOL ...	296
1.1.	<i>La necesidad de contar con un mercado de valores para empresas innovadoras</i>	296
1.2.	<i>La fundación del Nuevo Mercado</i>	298
2.	EL NUEVO MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL	298
2.1.	<i>La autonomía del Nuevo Mercado</i>	298
2.1.1.	La autorregulación del Nuevo Mercado	298
2.1.2.	La organización jurídica del Nuevo Mercado.	301
2.1.2.1.	Mercado secundario oficial y segmento especial de la Sociedad de Bolsas	301
2.1.2.2.	La Sociedad de Bolsas y el Nuevo Mercado	305
2.2.	<i>La admisión a cotización en el Nuevo Mercado</i>	306
2.3.	<i>La negociación de valores en el Nuevo Mercado</i>	311

CAPÍTULO V

EL NUEVO MERCADO PANEUROPEO

I.	El Nuevo Mercado paneuropeo	315
II.	El mercado EASDAQ	317
1.	EL ORIGEN Y FUNDACIÓN DEL MERCADO EASDAQ	317
1.1.	<i>El interés comunitario por los mercados de valores para empresas innovadoras y de alto crecimiento</i>	317

1.2.	<i>El proyecto de mercado paneuropeo de la Asociación Europea de Capital-Riesgo (EVCA)</i>	319
1.3.	<i>La constitución de la Asociación Europea de Intermediarios de Valores (EASD)</i>	321
1.4.	<i>La fundación del EASDAQ y la vinculación de la EASD al proyecto de mercado paneuropeo</i>	322
2.	LA ORDENACIÓN JURÍDICA DEL EASDAQ	323
2.1.	<i>La estructura reguladora del EASDAQ</i>	323
2.2.	<i>El soporte jurídico nacional. La legislación belga</i>	324
2.3.	<i>El soporte jurídico comunitario. La libre prestación de servicios de inversión</i>	327
2.4.	<i>La recepción jurídica del Derecho estadounidense del mercado de valores. El modelo del mercado NASDAQ</i>	328
3.	LA ORGANIZACIÓN DEL MERCADO EASDAQ	329
3.1.	<i>El Consejo de administración de EASDAQ SA</i>	330
3.2.	<i>La Autoridad de supervisión del mercado o Autoridad del Mercado</i>	331
3.3.	<i>La Comisión Internacional de Apelaciones</i>	332
3.4.	<i>La Comisión de Banca y Finanzas</i>	333
4.	EL PODER DISCRECIONAL Y LA POTESTAD DISCIPLINARIA DE LA AUTORIDAD DEL MERCADO	334
4.1.	<i>El poder discrecional de la Autoridad del Mercado en la admisión y posterior cotización en el EASDAQ</i>	334
4.2.	<i>Los mecanismos de cumplimiento de las obligaciones derivadas de la cotización. La potestad sancionadora y el procedimiento disciplinario</i>	336
4.3.	<i>La apelación a las decisiones de la Autoridad del Mercado</i>	338
5.	LA ADMISIÓN A COTIZACIÓN EN EL EASDAQ	339
5.1.	<i>El procedimiento de admisión</i>	339
5.1.1.	Los requisitos de admisión a cotización en el EASDAQ.....	339
5.1.2.	Los asesores de la sociedad emisora	342
5.1.3.	El folleto informativo.....	342
5.2.	<i>Las obligaciones y otros efectos derivados de la admisión a cotización en el EASDAQ</i>	345
5.2.1.	Las obligaciones derivadas de la cotización en el EASDAQ.....	345
5.2.2.	Las obligaciones de información	345

5.2.3. El cumplimiento de las normas de buen gobierno de las sociedades cotizadas	347
6. LA NEGOCIACIÓN DE VALORES EN EL EASDAQ	348
6.1. <i>La prestación de servicios de inversión en el EASDAQ</i>	348
6.2. <i>La negociación de los valores</i>	350
III. La iniciativa común de los Nuevos Mercados bursátiles: el EURO.NM	351
1. CONCEPTO Y FUNDACIÓN DEL EURO.NM	351
2. LA ARMONIZACIÓN DEL EURO.NM	352
Bibliografía	355