

C. MERCADOS DE VALORES TECNOLÓGICOS

- *Los mercados tecnológicos surgen ante la necesidad de dotar de financiación a empresas de tecnología punta y con escasa historia de operaciones que, generalmente, no cumplen los requisitos necesarios para cotizar en mercados normales.*
- *Estos mercados tienen condiciones de admisión diferentes a los de los mercados tradicionales: se sustituye el requisito de obtención de beneficios por un requisito de fondos propios, ventas o activos y se exigen free floats mínimos. Además, los requisitos de publicación de la información suelen ser más estrictos (trimestralmente en inglés y el idioma local, utilizando US GAAP o IAS). La existencia de creadores de mercado es otro rasgo común de los principales mercados de empresas tecnológicas (Nasdaq, Easdaq y Neuer Markt) ya que garantizan la liquidez de los valores de escasa capitalización.*
- *El mayor mercado tecnológico del mundo es Nasdaq con 5,2 bn US\$ de capitalización bursátil. Le siguen Neuer Markt con más de 137.000 mn euros de capitalización y Easdaq con 43.000 mn euros. En España existe el proyecto de crear un nuevo mercado para empresas tecnológicas. Sin embargo, la circular emitida por la CNMV para su creación no recoge muchos de los requisitos que existen en otros mercados (no se regula al creador de mercado etc.).*

Las empresas de tecnología requieren fuertes inversiones y, generalmente, no cumplen los requisitos necesarios para poder cotizar

Generalmente, las empresas de tecnología punta necesitan elevadas inversiones para poder establecerse y crecer. Estas empresas registran fuertes pérdidas al principio debido a los costes de establecimiento y las inversiones en I+D, por lo que el rendimiento de la inversión, en la mayoría de los casos, no se materializa hasta que haya transcurrido un cierto tiempo. Esto supone que, según los criterios tradicionales, una empresa de este tipo no podría cotizar en bolsa por no disponer de beneficios. Por ejemplo, en la bolsa española se exige que la empresa haya obtenido beneficios en los dos últimos años o en tres no consecutivos de los últimos cinco. Lógicamente, esto dificulta el acceso de estas empresas a financiación en mercados de valores. Por ello surgen los mercados tecnológicos o nuevos mercados, en los que los requisitos de cotización son diferentes y donde se hace mayor énfasis en la transparencia de la información, el tamaño de la compañía o la capitalización bursátil que en la obtención de beneficios.

Los mercados tecnológicos responden a esta necesidad

Los mercados tecnológicos han surgido como respuesta a una necesidad creciente: lograr financiación para empresas de alto crecimiento que no cumplen los requisitos necesarios para cotizar en los mercados tradicionales, por falta de historia o resultados. El primer mercado en especializarse en este tipo de compañías fue el Nasdaq en 1971 y durante los años 90 se crearon nuevos mercados en toda Europa: Neuer Markt, Easdaq, Nouveau Marché, Techmark etc. Se espera que el Nuevo Mercado español entre en funcionamiento en el primer semestre del año 2000.

Estos mercados presentan tres diferencias fundamentales respecto a los mercados tradicionales:

Son mercados electrónicos . . .

- La plataforma de negociación es siempre electrónica, lo que facilita el acceso de miembros a distancia. Aunque esto pueda parecer algo común en Europa, hasta hace bien poco la mayoría de los mercados eran de viva voz. El hecho de que estos mercados sean totalmente electrónicos ha facilitado que numerosas firmas de bolsa desde lugares muy distantes se puedan conectar al mercado mejorando la liquidez. Así, por ejemplo, entre los miembros del Easdaq se encuentran firmas de bolsa de toda Europa, Estados Unidos, Canadá e Israel.

. . . con requisitos de admisión diferentes . . .

- Los requisitos de admisión a negociación son diferentes a los de los mercados tradicionales. Debido a que la transparencia es fundamental para poder evaluar el riesgo de una inversión, los requisitos de publicación de información relevante son aún más exigentes que en los mercados tradicionales. El requisito de obtención de beneficios se sustituye por requisitos de volumen de fondos propios, ventas o activos; generalmente una firma debe actuar de patrocinador(es decir, de creador de mercado), hace falta un mínimo de accionistas, un *free float* mínimo, etc. Además, se suelen incluir obligaciones adicionales como la publicación trimestral de la información en inglés y la presentación de las cuentas conforme a IAS (normativa contable internacional) o US GAAP (principios contables norteamericanos), de manera que las cifras entre compañías sean fácilmente comparables.

y con creadores de mercado que garanticen la liquidez

- La característica más importante de estos mercados es la existencia de creadores de mercado para garantizar la liquidez de los valores. En los mercados tradicionales se introducen órdenes de compra o venta que se casan automáticamente si existe contrapartida. En los mercados tecnológicos existe la obligación de nombrar creadores de mercado para fomentar la liquidez del mismo debido al pequeño tamaño de algunos valores. El objetivo es dotar de liquidez a los valores para reducir el descuento en valoración que supone esta escasez de liquidez. Los creadores de mercado están obligados en todo momento a introducir el precio al que están dispuestos a comprar y vender una cantidad máxima de acciones de una compañía, de manera que garantizan la liquidez del valor. Así, los creadores de mercado toman riesgos y comprometen su capital en esa actividad. Como compensación, además de percibir una comisión, el creador de mercado se queda con el diferencial entre ambos precios por su intermediación.

C.1. EE.UU.: NASDAQ

Nace en 1971 con más de 1.500 valores

Creado en 1971 como el primer mercado electrónico del mundo, actualmente es el de mayor crecimiento de Estados Unidos y el segundo mayor a escala mundial por capitalización bursátil después del NYSE. El mercado Nasdaq nació de una iniciativa del Congreso para regular el mercado de acciones “*over the counter*” (OTC o mercado no organizado). En 1963 la SEC llegó a la conclusión de que el mercado OTC era oscuro y fragmentado y que no contribuía a una creación eficiente de precios. La SEC dio el mandato de creación de un mercado automatizado a los intermediarios (National Association of Securities Dealers, NASD) y su construcción se inicia en 1968. En 1971 comienza a funcionar bajo la nomenclatura de NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) con más de 2.500 valores. Éste será el primer mercado automatizado del mundo, frente a los mercados tradicionales de viva voz.

Actualmente existen dos mercados, uno nacional y otro para *small caps*

En 1975 se establecen unos requisitos de cotización que deben ser cumplidos por todas las compañías cotizadas y en 1982 se crea un nuevo mercado, Nasdaq National Market, que exige mayores requisitos para cotizar y una mayor información. Actualmente existen dos mercados: uno nacional, con 4.400 compañías y uno de compañías de pequeña capitalización con 1.800 compañías y requisitos de cotización menos exigentes.

En 1998 el Nasdaq se fusionó con AMEX (America Stock Exchange). Actualmente Nasdaq-Amex es el mayor mercado del mundo por volumen diario y número de acciones contratadas y el segundo por capitalización bursátil.

Principales Datos del Nasdaq

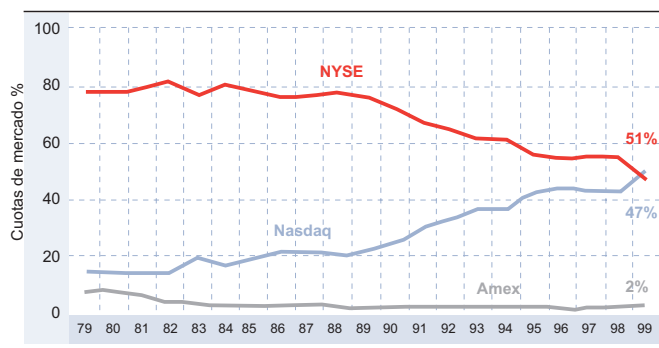
(mn US\$)	1998	1999	% Variación
Volumen total (acciones)	201.500	265.600	31,81
Volumen medio diario (acciones)	799,6	1054	31,81
Capitalización bursátil final año (bn US\$)	2,6	5,2	100,00
Número de OPVs	281	484	72,24

Fuente: Nasdaq.

Nasdaq pretende ser un mercado global

El objetivo del Nasdaq es crear un mercado electrónico interconectado en todo el mundo para compañías de tecnología. El extraordinario crecimiento en capitalización bursátil del Nasdaq se debe a la presencia en el mismo de empresas tecnológicas que han tenido comportamientos extraordinarios como Microsoft, Dell, Oracle, Intel etc. y a la admisión a cotización de compañías extranjeras de otros sectores. Esto le ha permitido convertirse en el mercado con mayor volumen de negociación diario por encima del NYSE.

Cuotas de Mercado en EE.UU.



Fuente: NASD Economic Research.

Aunque el Nasdaq no es exclusivamente un mercado tecnológico (a diferencia de los nuevos mercados europeos), actualmente todas las mayores empresas por capitalización bursátil pertenecen a sectores punteros.

15 Mayores Compañías por Capitalización Bursátil, 2 Febrero 2000

Compañía	Código	Capitalización (mn US\$)
Microsoft Corporation,	MSFT	518.328,30
Cisco Systems, Inc.,	CSCO	389.591,70
Intel Corporation,	INTC	331.006,80
LM Ericsson Telephone Company,	ERICY	156.961,90
Oracle Corporation,	ORCL	154.646,40
Sun Microsystems, Inc.,	SUNW	126.922,10
MCI WORLDCOM, Inc.,	WCOM	125.594,40
Dell Computer Corporation,	DELL	97.796,70
QUALCOMM Incorporated,	QCOM	93.737,40
AES Corporation (The),	AESCW	91.596,80
Yahoo! Inc.,	YHOO	86.342,70
JDS Uniphase Corporation,	JDSU	71.941,40
Amgen Inc.,	AMGN	65.215,60
SONERA CORPORATION,	SNRA	56.180,60
Applied Materials, Inc.,	AMAT	54.420,80

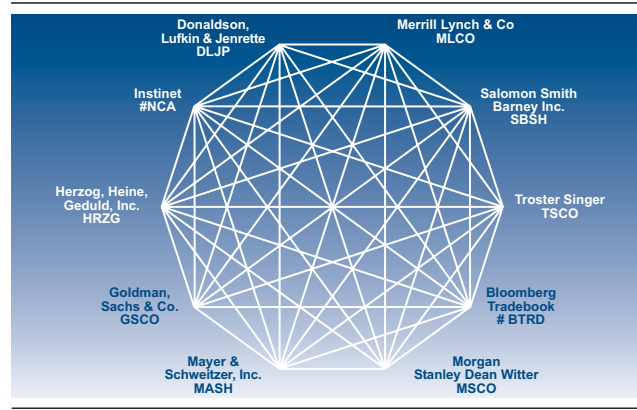
Fuente: Nasdaq.

ESTRUCTURA DE MERCADO

A diferencia de los mercados tradicionales, el Nasdaq ha permitido intervenir a dos tipos de participantes:

- **Creadores de mercado:** sociedades de bolsa que dan contrapartida y compiten por las órdenes de los clientes. Los *brokers* y los inversores envían sus órdenes a los creadores de mercado.
- **Redes electrónicas de comunicación (ECN: Electronic Communications Networks):** sistemas de negociación electrónica. Se trata de auténticos mercados paralelos cuyo éxito radica en la agilidad y en el bajo coste de ejecución.

Estructura del Nasdaq



Fuente: Nasdaq.

Los ECNs controlan ya más del 35% de la negociación en el Nasdaq, ya que el carácter electrónico de éste ha facilitado la instalación de mercados electrónicos paralelos interconectados. Este hecho plantea un nuevo reto al Nasdaq ya que, si bien contribuyen a incrementar la liquidez y profundidad de mercado, algunas de estas redes electrónicas han solicitado su transformación en mercados organizados convirtiéndose en competidores. Más adelante, en este mismo capítulo se trata de forma más detallada la evolución de las ECNs.

La desmutualización y salida a bolsa le harán más competitivo

El Nasdaq ha tomado varias iniciativas para defender su liderazgo y seguir creciendo. Así, sus miembros han decidido desmutualizarlo y realizar una colocación en bolsa de la compañía, para lo que previamente se realizará una colocación privada. El objetivo del Nasdaq es dotarse de una estructura más flexible para tomar decisiones y poder usar su valor de mercado como moneda de cambio en adquisiciones. Además, la colocación privada permitirá conseguir fondos para convertir al Nasdaq en un mercado verdaderamente global.

Con el objetivo de convertirse en un mercado global, el Nasdaq ha llegado a una serie de acuerdos con otros mercados y a realizar aperturas de mercados en el exterior:

- El Nasdaq ha establecido alianzas estratégicas con Deutsche Bourse, Australian Stock Exchange y Hong Kong Stock Exchange.
- En cooperación con Softbank ha establecido Nasdaq Japón. Este mercado permitirá la cotización en yenes de empresas cotizadas en Nasdaq USA y de empresas japonesas de tecnología.
- En el año 2001 es previsible que se produzca el lanzamiento del Nasdaq en Europa.

El éxito del Nasdaq se basa en la flexibilidad de los requisitos de admisión a cotización, a la vez que se mantienen estrictos criterios de defensa del accionista y reglas de gobierno de la empresa. En este sentido, es significativo que con independencia del tamaño de la empresa, las reglas de gobierno (órganos de representación, protección al accionista minoritario, publicación de información relevante) sean las mismas.

REQUISITOS DE ADMISIÓN

Existen tres estándares de admisión a cotización

Existen tres estándares de admisión a cotización, en los que se combinan distintos requisitos. Así, para empresas con beneficio no se exige un mínimo de capitalización, mientras que si no existe beneficio se deben cumplir unos mínimos de capitalización o de fondos propios. Basta con cumplir con todos los requisitos de uno de los estándares para poder solicitar la cotización.

Requisitos de Cotización en Mercado Nacional

	Estándar 1	Estándar 2	Estándar 3
Fondos propios (mn US\$)	6	18	NS
Capitalización bursátil (mn US\$)			75 ó 6
Activo total (mn US\$)	NS	NS	75 y 75
Ingresos totales			75
BAI* (el último año o en dos de los tres últimos, mn US\$)	1	NS	NS
Free float** (mn acciones)	1,1	1,1	1,1
Años operación	NS	2	NS
Valor de mercado del free float (mn US\$)	8	18	20
Precio mínimo (US\$)	5	5	5
Accionistas (después de colocación)	400	400	400
Creadores de mercado	3	3	4
Reglas de gobierno de la empresa	Sí	Sí	Sí

Fuente: Nasdaq.

Requisitos para Empresas de Pequeña Capitalización

	Estándar
Fondos propios (mn US\$)	4
Capitalización bursátil (mn US\$)	6 ó 50
BDI (el último año o en dos de los tres últimos, mn US\$)*	0,75
Free float (mn acciones)**	1
Valor de mercado del free float (mn US\$)	5
Precio mínimo (US\$)	4
Años de operación	20 ó 6
Capitalización bursátil (mn US\$)	4
Accionistas	300
Creadores de mercado	3
Reglas de gobierno de la empresa	Sí

Fuente: Nasdaq.

* BAI: beneficio antes de impuestos. BDI: Beneficio después de impuestos.

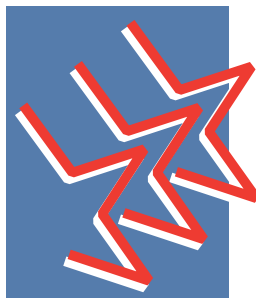
** Free float: porcentaje de acciones que circulan libremente en el mercado.

C.2. MERCADOS TECNOLÓGICOS EN EUROPA: EURO.NM

Euro.NM agrupa los nuevos mercados europeos

En varios países europeos existen mercados especializados para la cotización de acciones de compañías tecnológicas o de alto crecimiento. El mayor con diferencia es el Neuer Markt alemán, con más de 200 compañías y 137.500 mn euros de capitalización bursátil. Euro.NM es la organización que agrupa a todos los mercados destinados a compañías de crecimiento en Europa, con independencia de su país de origen o sector de actividad.

EURO.NM



EURO.NM

Fuente: EURO.NM.

El Neuer Markt alemán es el mayor de ellos

Euro.NM fue fundado el 1 de marzo de 1996, como una red paneuropea de mercados regulados dedicados a compañías de crecimiento. Euro.NM recoge información de los diferentes mercados y elabora el índice “Euro.NM all shares” que agrupa todas las acciones cotizadas en los mercados asociados: Neuer Markt (Alemania), Nouveau Marché (Francia), NMAX (Amsterdam), Euro.NM Belgium (Bruselas) y Nuovo Mercato (Italia). De estos mercados, el Neuer Markt es el que tiene más peso en el índice con un 83%, seguido de lejos por el Nouveau Marché. El resto de mercados tiene una capitalización muy inferior.

Peso Relativo de los Diferentes Mercados

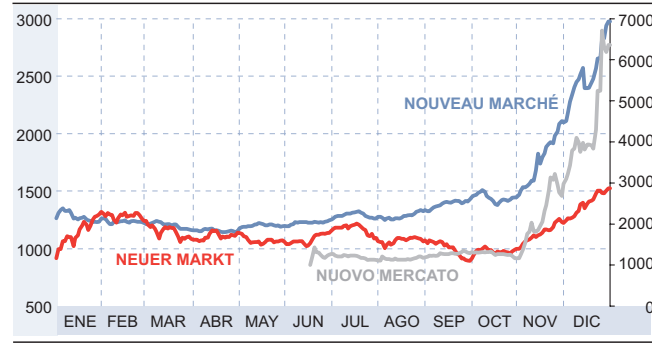
Datos 13/1/99	Capitalización
Índice	(%)
EURO.NM All Share Index	100,00
EURO.NM Belgium Index	0,29
Nouveau Marché Index	11,28
Neuer Markt Index – Xetra	83,28
Nuovo Mercato Index	4,90
NMAX Index	0,84

Fuente: Euro NM.

El comportamiento de los nuevos mercados en 1999 ha sido espectacular

El comportamiento de estos mercados tecnológicos ha sido excelente en los dos últimos años. El índice "Euro.NM all shares" subió un 134% en 1998 y un 75,5% en 1999. El siguiente gráfico recoge la evolución de los diferentes mercados en 1999. Destaca la espectacular evolución del mercado italiano desde su creación a mediados de 1999 debido fundamentalmente al comportamiento de Tiscali, que representa más del 85% del índice y cuya OPV se produjo en octubre de 1999.

Evolución de los Principales Nuevos Mercados Europeos



Fuente: Datastream.

El objetivo de Euro.NM es crear una red paneuropea de mercados de crecimiento, con un único punto de acceso para todos ellos. Sin embargo, todavía hay temas por resolver que impiden su creación: la armonización de mercados, la unión entre los mercados y la determinación de las participaciones en este nuevo mercado. La interconexión de los mercados europeos, que tendrá lugar previsiblemente en noviembre del año 2000, facilitará la unión de los nuevos mercados en uno sólo.

De entre los mercados que probablemente integrarán el Euro.NM, el Neuer Markt será el líder indiscutible por capitalización bursátil. Vamos a proceder a analizar, por tanto, los requisitos de admisión y negociación de este mercado, ya que los restantes mercados han sido creados a imagen y semejanza del Neuer Markt alemán.

C.2.1. NEUER MARKT

Neuer Markt es el mayor mercado por capitalización bursátil de Europa

De entre los nuevos mercados, el Neuer Markt es el mayor de Europa por capitalización bursátil (137.500 mn euros). Se creó en marzo de 1997 como un nuevo segmento de negociación dentro del Frankfurt Stock Exchange destinado a compañías de sectores de futuro con expectativas de crecimiento superiores a la media (telecomunicaciones, biotecnología, multimedia y medio ambiente).

El éxito del Neuer Markt se debe a la transparencia en la publicación de la información

Una de las características del Neuer Markt es la transparencia en la publicación de información. Los inversores en estos sectores aceptan que la mayor rentabilidad esperada en estos sectores aparece mayores riesgos. Por ello, es esencial que dispongan de toda la información necesaria para poder evaluarlos. Entre los requisitos que deben cumplir las compañías cotizadas está la publicación trimestral y anual de informes de resultados en alemán e inglés conforme a IAS o US GAAP así como dar a conocer el número de acciones en manos del Consejo de Administración y de Supervisión. Además, existen otros requisitos para la admisión a cotización:

- Un volumen en circulación de, al menos, 5 mn euros.
- Un *free float* no inferior al 20% (se recomienda el 25%)
- La emisión únicamente de acciones ordinarias.
- La designación de dos *sponsors* (creadores de mercado), *brokers* que garantizarán la liquidez del valor y ayudarán a la compañía en sus relaciones con inversores y requisitos de información que se ha de publicar.
- La publicación de un *prospectus* de acuerdo con normas internacionales.
- Se prohíbe la venta de acciones por parte de los antiguos accionistas en los seis meses posteriores a la admisión a cotización.
- La publicación de información en inglés y alemán.
- Si es posible, realizar la OPV con ampliación de capital de, al menos, el 50%.

El principal factor de éxito del Neuer Markt ha sido la ingente labor realizada por sus gestores para dar a conocer este nuevo segmento de mercado mediante presentaciones, seminarios, publicaciones del Deutsche Borse, publicidad, diseminación de información financiera en Internet, etc. Su enorme éxito está contribuyendo a que nuevas compañías de todos los países europeos estén eligiendo el Neuer Markt como uno de sus mercados de cotización. Actualmente cotizan en él 202 compañías y es previsible que esta cifra aumente en, al menos, dos o tres compañías a la semana.

Ranking de Capitalización Bursátil a 31/12/99 (mn €)

Ranking	Compañía	Capitalización	Sector
1	Broadvision	17.416	Software de comercio electrónico
2	EM.TV	7.842	Medios de comunicación, TV
3	Intershop	4.658	Servicios Internet
4	Mobilcom	3.876	Telefonía
5	Consors	3.652	<i>Broker on-line</i>
6	Qiagen	2.618	Biotecnología
7	Aixtron	2.189	Semiconductores
8	Fantastic Corp	2.175	Software
9	Medio	2.108	Distribución TI
10	Pixelpark	2.036	Servicios Internet

Fuente: Neuer Markt. Datos a cierre de ejercicio.

C.2.2. EASDAQ

Fue creado en 1996 como una copia del Nasdaq en Europa

El Easdaq es un mercado surgido en Europa a imagen y semejanza del Nasdaq. Fue fundado en 1996 por inversores, bancos de inversión e instituciones financieras de EE.UU., Europa e Israel para dotar de un mercado tecnológico a Europa. Actualmente sus miembros integran firmas de Reino Unido, Francia, Alemania, Austria, Holanda, Suiza, Bélgica, Portugal, Italia, Dinamarca, Finlandia, Grecia y Luxemburgo. El objetivo inicial del Easdaq era crear un mercado con normas de admisión flexibles, normas contables homogéneas y con un sistema de cotización similar al del Nasdaq (es decir, completamente electrónico y basado en ofertas y demandas). Este mercado líquido y transparente está dirigido a compañías tecnológicas de todo el mundo, especialmente europeas. Por ello, el 90% de las operaciones en el Easdaq las realizan inversores institucionales, que conocen bien las compañías en las que invierten así como sus métodos de valoración.

Capitaliza 42.900 mn euros

Actualmente cotizan en el Easdaq 56 compañías con una capitalización bursátil de 42.900 mn euros. La mayor compañía con diferencia del Easdaq es la empresa de cable inglesa NTL, con más de 12.000 mn de euros de capitalización.

Ranking Capitalización Bursátil, 14 Febrero 2000

Ranking	Compañía	Capitalización bursátil (mn €)	Actividad
1	NTL Inc.	12.526	Cable
2	Global TeleSystems Group Inc.	4.553	Telecomunicaciones
3	NBC Intaernet Inc.	4.049	Proveedor de contenido
4	Lernout & Hauspie	2.969	Software reconocimiento voz
5	Jazztel p.l.c.	2.669	Telecomunicaciones
6	NDS Group plc	2.269	Software
7	Autonomy Corporation plc	2.227	Software
8	ESAT Telecom Group plc	2.052	Telecomunicaciones
9	Dialog Semiconductor Plc	1.467	Circuitos integrados
10	ActivCard S.A.	752	Sistemas para transacciones seguras en Internet

Fuente: Easdaq.

La moneda de cotización es libre

La cotización de las acciones en el Easdaq tiene lugar entre 9:00 y 17:00 horas. Las acciones cotizan en la moneda que la compañía determinó en el momento de la admisión a cotización, elegible entre cualquier moneda libremente convertible del mundo. En esto se diferencia del Nasdaq, donde la cotización tiene lugar siempre en dólares. Al igual que el Nasdaq, el Easdaq está basado en creadores de mercado, que son los únicos que pueden introducir órdenes en aquellos valores sobre los que están registrados. El índice de referencia de las acciones del Easdaq se llama "EASI" que comprende todas las compañías denominadas en euros. Los requisitos de cotización del Easdaq son similares a los del resto de nuevos mercados

Requisitos de Cotización

Concepto	Mínimo
Activo total	3,5 mn € ó
Fondos propios	2,0 mn €
Sponsor	Miembro Easdaq
Creadores de mercado	2
Accionistas	Se recomienda mínimo 100
Free float	Se recomienda mínimo 20%
Información financiera	IAS o GAAP trimestralmente
Claúsulas "Lock Up"	Generalmente 6 meses
Prospectus	En inglés

Fuente: Easdaq

* Lock up: cláusula que impide vender acciones adicionales a los antiguos accionistas en un periodo determinado tras la OPV.

Además, el proceso de admisión en el Easdaq comprende una revisión cualitativa de los siguientes aspectos:

- Integridad y experiencia del equipo gestor.
- Negocio de la compañía.
- Uso de los fondos obtenidos en la venta.
- Calidad de la información financiera.
- Planes de crecimiento de la compañía.

Los acuerdos con Nasdaq facilitan la cotización simultánea

La cotización simultánea en el Nasdaq y el Easdaq se facilita mediante mecanismos de colaboración. Asimismo, la admisión a cotización en el Easdaq de una compañía cotizada en el Nasdaq tiene un procedimiento simplificado. Esto se debe a que el Easdaq es un mercado *offshore* designado, lo que significa que las compañías pueden vender sus acciones a inversores norteamericanos sin necesidad de registrarse en la SEC (Securities Exchange Commission).

La principal diferencia del Easdaq con el resto de mercados tecnológicos europeos es su régimen regulatorio. Al no haber sido establecido por un gobierno o mercado local, el Easdaq tiene un doble órgano de supervisión: la autoridad de mercado del Easdaq y la comisión de banca y finanzas de Bélgica (porque físicamente se situó en este país). El Easdaq no es, sin embargo, un mercado establecido por un Estado miembro de la UE ni es una asociación de mercados domésticos. Se trata de un solo mercado paneuropeo, gobernado por una sola estructura legal y con un único sistema de supervisión (a diferencia del Euro NM). En los próximos meses el Easdaq se enfrentará a una intensa competencia por parte de los mercados organizados (que se interconectarán en noviembre), Nasdaq Europe (2001) y las ECNs europeas.

C.2.3. TECHMARK

Fue creado en 1999 y es la respuesta inglesa al Neuer Markt

En el Reino Unido existía un mercado alternativo para compañías de pequeña y mediana capitalización, conocido como Alternative Investment Market (AIM). Este mercado no era apropiado para compañías tecnológicas, ya que era más parecido a un segundo mercado que a un mercado tecnológico. Para responder al reto que planteaba el éxito del Neuer Markt Alemán, en Noviembre de 1999 se creó el TechMARK con 180 compañías cotizadas del mercado principal. Actualmente existen 192 compañías cotizadas en este mercado y su índice de referencia es el FTSE TechMARK.

Al igual que el Neuer Markt, TechMARK es un segmento de mercado con una normativa de admisión distinta al mercado principal y destinado a compañías de sectores de crecimiento. Las primeras compañías admitidas al TechMARK fueron compañías cotizadas en el LSE (Bolsa de Londres) que pertenecían a alguno de los siguientes subsectores:

- Hardware
- Consultoría informática
- Internet
- Semiconductores
- Software
- Equipos de telecomunicaciones

El traspaso del LSE al TechMARK es automático para compañías de ciertos sectores . . .

Toda compañía que pertenezca a cualquiera de estos sectores y que cotice en el LSE es automáticamente admitida al TechMARK. Un panel de asesores en tecnología decidirá la admisión en el TechMARK de compañías pertenecientes a los siguientes sectores: aeroespacial, defensa, equipos eléctricos, equipos electrónicos, servicios de telefonía fija, equipo médico, farmacia y telefonía móvil. Aquí estriba la principal diferencia con el Neuer Markt, ya que TechMARK comprende compañías de sectores (como Glaxo Welcome, del sector farmacéutico) que no han estado tradicionalmente ligados a los mercados tecnológicos.

Requisitos de Cotización

Beneficios en los últimos tres años	Se exime de este requisito
Capitalización bursátil	50 mn GBP
Free float	20 mn GBP

Fuente: TechMARK.

... aunque no es
accesible a empresas de
pequeña capitalización

Para compañías con una capitalización bursátil inferior a 50 mn GBP el AIM (mercado para pequeñas y medianas empresas) sigue siendo el mercado de cotización. Realmente TechMARK es un subsegmento del mercado principal con normas suavizadas pero sin las características de los mercados tecnológicos: existencia de creadores de mercado, requisitos de cotización muy suavizados, publicación de resultados conforme a contabilidad IAS o US GAAP. Esto explica el escaso desarrollo que ha experimentado este segmento de mercado en el Reino Unido a diferencia del Neuer Markt, ya que sólo compañías de un valor significativo tienen la oportunidad de cotizar en este mercado.

C.2.4. MERCADO TECNOLÓGICO EN ESPAÑA

Ante la creciente necesidad de contar con un mercado especializado en empresas de crecimiento y tecnología, a imagen y semejanza de los existentes en otros países europeos (Alemania, Francia, Italia etc.), el Ministerio de Economía aprobó la creación del “Nuevo Mercado” mediante Orden de 22 de diciembre de 1999. Este “Nuevo Mercado” es un segmento especial de negociación dentro de los mercados de valores para la cotización de aquellas empresas que no cumplan todos los requisitos exigidos actualmente, en particular el de obtener beneficios durante un conjunto de ejercicios (dos últimos ejercicios o tres de los últimos cinco).

La orden de 22/12/99 es
el primer paso hacia la
creación de un “Nuevo
Mercado” en España

La regulación propuesta por la Orden de 22 de diciembre es muy genérica y únicamente trata los siguientes puntos:

- Se crea un nuevo segmento de mercado conocido como “Nuevo Mercado” en el que se negociarán los valores de “empresas innovadoras de tecnología o de otros sectores que ofrezcan grandes posibilidades de crecimiento futuro, aunque con mayores niveles de riesgo”.
- La Orden deja al desarrollo de la CNMV los requisitos de admisión y a las bolsas el establecimiento de reglas de contratación y funcionamiento específicas de este mercado.
- Las sociedades emisoras están obligadas a informar una vez al año de la evolución y perspectivas del negocio. En los folletos de colocación se hará mención expresa de que ésta se realizará en el “Nuevo Mercado”.
- Las bolsas propondrán a la CNMV los valores que, al pertenecer a sectores tecnológicos, deberán negociarse en el mismo.

La flexibilización del requisito de obtención de beneficios de 1997 no ha sido suficiente

Este nuevo mercado surge ante la necesidad de conseguir financiación para compañías de sectores en crecimiento (fundamentalmente tecnología), que no cumplen los requisitos necesarios para cotizar en el mercado de valores español. En 1997 se flexibilizó el requisito de obtención de beneficios y desde entonces, basta con que la compañía justifique la obtención de beneficios en ejercicios venideros para poder ser admitida a cotización (esta excepción permitió cotizar a Terra y Sogecable). Pese a ello, siguen existiendo numerosas compañías de tecnología para las que este requisito es difícil de cumplir, lo que ha llevado a la publicación de esta orden.

El desarrollo de esta orden se ha producido mediante circular de la CNMV de 9 de febrero del año 2000. Dicha circular establece que las compañías pertenecientes a sectores tecnológicamente punteros o con grandes perspectivas de crecimiento deberán obtener un informe no vinculante de la CNMV sobre su idoneidad para cotizar en el nuevo mercado con anterioridad a la verificación del folleto informativo:

La nueva circular no exige la obtención de beneficios en años venideros, únicamente un plan de negocio

- Se mantienen los requisitos de admisión de la Ley del Mercado de Valores y de su normativa de desarrollo. La única diferencia es que la anterior legislación (mediante orden de 1997) eximía de la obligación de obtener beneficios si un experto independiente validaba el plan de negocio en el que la compañía demostraba que iba a lograr beneficios en años venideros. Para las empresas de éste nuevo mercado sólo es necesario un plan de negocio con proyecciones para años venideros (aunque no haya beneficios).
- Se establece un requisito de información similar al del resto de entidades y, además, obligación de informar una vez al año de la evolución y perspectivas del negocio y de los planes de inversión o financiación previstos para el desarrollo o expansión.
- El folleto informativo debe contener las siguientes informaciones específicas:
 - * El capítulo II, mención de los compromisos de permanencia en la empresa de los accionistas con participación significativa.
 - * El capítulo II, mención de los acuerdos con los miembros de las bolsas en las que estos se comprometan a fomentar la liquidez del valor.
 - * El capítulo IV, descripción del ciclo económico, mercado potencial, aspectos tecnológicos y demás aspectos relevantes que afecten al desarrollo de la empresa.
 - * El capítulo VII, planes de inversión y financiación de la empresa.
- Además, se deja a discreción de las bolsas la fijación de los límites de fluctuación, los mecanismos para ampliar esos límites y las normas que regulen la actividad de los miembros del mercado para fomentar la liquidez de estos valores.

La circular no regula aspectos característicos de los nuevos mercados

La normativa de la CNMV se diferencia, por tanto, en que no regula los siguientes aspectos, que sí son regulados en otros “nuevos mercados”:

- Unos requisitos de admisión diferentes a los de los del resto de valores. La circular se remite a los requisitos de carácter general establecidos en la LMV y sus normas de desarrollo.
- Requisitos de publicación de la información también en inglés y conforme a principios de contabilidad IAS o USA.
- Un número mínimo de creadores de mercado por valor. La circular afirma que el capítulo II del folleto hará referencia a los acuerdos con miembros de mercado para que estos faciliten la liquidez de los valores de la empresa.
- No se fija un mínimo temporal en las cláusulas de permanencia de los antiguos accionistas.

Probablemente el Nuevo Mercado estará operativo en abril o mayo, ya que únicamente falta el reglamento de la Sociedad de Bolsas que fijará las cuestiones técnicas (límites de subida, casos en que se ampliará la banda de fluctuación etc.).

C.3. ECNs (ELECTRONIC COMMUNICATION NETWORKS)

Las ECNs son mercados electrónicos paralelos al mercado principal

Las Electronic Communication Networks (ECNs) son los últimos participantes que han entrado en escena por el carácter electrónico del Nasdaq y podemos definirlos como mercados electrónicos paralelos al mismo. Las órdenes dadas a un *broker* que opera a través de una ECN son dirigidas inicialmente a ésta y, si no encuentran una contrapartida, se trasladan automáticamente al Nasdaq.

Las ECNs necesitan que el mercado principal sea electrónico

Las ECNs solo admiten órdenes limitadas. Para el desarrollo de estas redes es necesario que el mercado en el que se apoyen sea electrónico, de manera que las órdenes no casadas dentro de la ECN se dirijan automáticamente al mercado principal sin necesidad de intervención humana. Por ello, en EE.UU. las ECNs han desarrollado la mayor parte de su cotización sobre valores del Nasdaq, hasta el punto de que aproximadamente el 35% de las operaciones sobre valores del Nasdaq se ejecutan fuera del mismo.

La negociación de acciones por Internet ha impulsado el desarrollo de las ECNs

Su desarrollo ha estado muy ligado al crecimiento de la negociación de acciones por parte de los inversores particulares. Actualmente, se estima que en EE.UU. una de cada seis órdenes se ejecuta por Internet. Esta cifra es mucho mayor en el caso de los inversores particulares (una de cada tres aproximadamente). Las ECNs facilitan costes de ejecución más bajos y negociación de acciones fuera de horario.

Los actuales inversores de las ECNs son de cuatro tipos: (1) *brokers on-line* (que de esta forma se garantizan una forma barata de introducir órdenes limitadas en el mercado de manera automática); (2) bancos de inversiones (para no verse desintermediados); (3) firmas especializadas (que aportan generalmente tecnología); y (4) compañías de medios de comunicación (que aportan contenido, noticias, información etc.).

SITUACIÓN EN EE.UU.

La mayor ECN es Instinet

En EE.UU. hay nueve ECNs registradas. De ellas Instinet es la más antigua. Actualmente tiene una cuota de mercado en el Nasdaq del 15%. Aunque solo da servicio a inversores institucionales, en el futuro ofrecerá negociación de acciones a particulares, que introducirán directamente las órdenes en el mercado a través del *broker on-line* de Instinet.

Principales ECNs en EE.UU.

ECN en EE.UU.	Accionistas
Archipelago	Instinet, JP Morgan, E-Trade, Goldman, Merrill, CNBC, Reuters
Attain	All Tech Investments
B-Trade Services	Bloomberg
Brut	Goldman, Knight-Mark, Merrill, Morgan Stanley, Salomon, Lehman, Bear Sterns (fruto de la fusión de Brass Utility y Strike Technologies)
Instinet	Reuters
The Island	TD Waterhouse, Datek
NexTrade	Inversores privados
Spear, Leeds & Kellog	Spear Leeds, Kellog
MarketXT	Adquirida por Tradescape.com perteneciente a Softbank

Fuente: BSCH.

Es previsible que las ECNs y los mercados se conviertan en portales financieros

Con la desmutualización de los mercados de valores y su conversión en sociedades anónimas con ánimo de lucro, los mercados tradicionales se convertirán en la mayor amenaza de las actuales ECNs. Sin embargo, esto también constituye una oportunidad de negocio ya que las propias ECNs podrán obtener el estatuto de mercado. De hecho, Island y Archipelago han solicitado la condición de mercado en EE.UU. Los mercados tradicionales defenderán su negocio para no perder cuota de mercado frente a las nuevas redes electrónicas de contratación. Al final, la tendencia de las ECNs, mercados organizados y demás partícipes del mercado (*brokers on-line*, bancos de inversión) será convertirse en portales financieros que ofrezcan todos los servicios a sus clientes a bajo coste y con excelente ejecución. Por ello, la actual fragmentación (nueve ECNs, NYSE, Nasdaq y los mercados regionales compitiendo por convertirse en el mercado de referencia) carece de sentido y es de esperar que se produzca un gran proceso de concentración. La salida a bolsa de algunas de estas entidades facilitará el proceso, que ya se inició con la fusión de Amex y Nasdaq en 1998.

La competencia y agilidad de las nuevas redes está obligando a los mercados tradicionales a responder. En Estados Unidos, NYSE ya ha hecho público su intención de desmutualizarse y salir a bolsa. En Europa el mercado de Amsterdam planea su salida a bolsa en el 2002. La amenaza que representan estas nuevas redes está llevando a alargar las horas de cotización y a reducir los costes de ejecución y es previsible que se llegue a una cotización 24 horas en mercados globales.

La falta de unificación de las plataformas de negociación en Europa está favoreciendo la aparición de ECNs

EUROPA

Al igual que en EE.UU, en Europa es necesaria una concentración de los mercados nacionales para poder acceder a una sola plataforma de negociación. El proyecto inicial de creación de una bolsa europea todavía no se ha hecho efectivo, pero de momento, y como solución parcial, se permitirá el acceso de todos los miembros de un mercado a los demás mercados. Si este proyecto finalmente no dota de una estructura ágil a los mercados europeos, se producirá un fuerte desarrollo de las redes electrónicas de negociación. En Europa existen dos grandes ECNs:

- **Tradepoint:** surge del acuerdo entre grandes bancos de inversión, Instinet y Archipelago. Actualmente comprende 91 firmas de Europa, Suiza, Hong Kong y EE.UU. Tradepoint presenta un carácter de mercado organizado en el Reino Unido, da acceso a inversores de EE.UU, ya que cuenta con la aprobación de la SEC, y tiene al London Clearing House como cámara de compensación. El objetivo de Tradepoint es ofrecer negociación de acciones en todos los mercados europeos en el tercer trimestre de este año.
- **E-Cosnet:** fue creada por 19 inversores institucionales en el Reino Unido (los mayores responsables de su creación fueron Barclays Global Investor y ML Mercury). Su objetivo es captar entre un 2% y un 4% de las transacciones realizadas en los mercados europeos, aunque fundamentalmente opera sobre valores del Reino Unido.