

Nuevos mercados bursátiles, empresas de internet y capital riesgo

Francisco L. de Vera Santana

I. INTRODUCCIÓN

Este artículo se ocupa de la financiación mediante capital propio de las empresas de alto crecimiento, más concretamente de aquellas que se denominan empresas de internet (*pure-play Net firms*). Para ello se acompañará a la empresa desde la captación de primeros inversores en la forma de capital riesgo, para financiar el desarrollo inicial del negocio, hasta la salida a Bolsa, bien para fortalecer financieramente la empresa con los capitales necesarios para su expansión, bien para que sus fundadores y primeros inversores rentabilicen su esfuerzo empresarial.

En cada una de las fases de financiación que se describen aparecen algunos problemas específicos que merecen ser analizados. En la financiación mediante el capital riesgo, se prestará atención a la relación contractual entre la empresa de capital riesgo y el empresario fundador, en la que nos encontramos con un caso especial de relación principal-agente, y que será analizada a la luz de la teoría de los contratos.

En la financiación mediante el recurso a la cotización bursátil, se prestará atención a los problemas derivados de la salida a Bolsa de empresas con unas características particulares que se adaptan mal a las exigencias que la regulación y los mercados exigen, y se describirán las medidas que han adoptado algunos mercados para resolver estos inconvenientes, lo que ha dado lugar al nacimiento de los nuevos mercados, o mercados para empresas tecnológicas o de alto crecimiento. En particular, se comentarán los problemas de valoración de las empresas de este tipo, el problema de la relación agente-principal y asuntos relacionados con su riesgo y liquidez en el mercado.

Para ello, en el siguiente apartado se definen los

rasgos básicos de las empresas de internet. El apartado III se dedica al capital riesgo. En el apartado IV se contempla la salida a Bolsa. Y en el apartado V se extraen algunas conclusiones. Con el fin de no aburrir al lector con continuas referencias a las normas reguladoras de los distintos mercados a lo largo de la exposición, se acompaña un apéndice con un resumen de ellas.

II. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS DE ALTO CRECIMIENTO. EL CASO DE LAS EMPRESAS DE INTERNET

Se acepta que para definir una empresa como "de internet" –también conocidas como "punto com"– es necesario que se cumpla que para que la empresa exista es necesario que exista internet, y que sea a través de la red como obtenga la parte fundamental de sus ingresos. O, lo que es lo mismo, que la empresa tiene vinculada su supervivencia a su comportamiento en la red.

Desde el punto de vista que nos ocupa, la característica más relevante de las empresas de internet es su insaciable sed de recursos financieros. Esto no tiene nada de extraño si consideramos el mercado y el modelo de negocio de estas empresas.

Internet es un mercado emergente, en donde las posibilidades de expansión son enormes. Como todo mercado naciente, las empresas que a él concurren pueden aspirar a ocupar posiciones de liderazgo compitiendo por una cuota de mercado de gran tamaño. Puesto que la red se expande –en términos de usuarios y de horas de conexión a la red– a velocidad exponencial, aspirar al menos a mantener ese ritmo obliga a continuos gastos de expansión. A esto hay

que añadir que existe la creencia entre los profesionales del medio de que la red se presta para que se cumpla el modelo "el ganador se lo lleva todo". Esta creencia se encuentra detrás de buena parte de los gastos aparentemente exagerados de muchas de estas compañías.

En segundo lugar, internet se caracteriza por sus bajas barreras de entrada para los competidores. Protegerse frente a ellos, ocupar espacio virtual, atraer a los usuarios y mantenerlos fieles demanda elevados gastos en publicidad y promoción.

En tercer lugar, la fuerte competencia demanda así mismo fuertes inversiones en investigación y desarrollo para ser capaces de ofrecer sitios novedosos, atractivos y eficaces que atraigan el tráfico de los usuarios.

En cuarto lugar, los conocimientos sobre el mercado son relativamente escasos. No sólo se desconoce cómo responderá la demanda a la oferta de bienes y servicios realizada a través de la red, sino que, en buena parte de los casos, tampoco se sabe qué costes son necesarios para satisfacerla y los márgenes que se podrán obtener. Ello sin mencionar el hecho de que en un entorno abierto, como es la red, tampoco es fácil pronosticar el número y fortaleza de los competidores.

Finalmente, una buena parte de las empresas de internet no esperan alcanzar beneficios en el horizonte temporal en el que sus necesidades de efectivo son más acuciantes. No pueden hacer descansar sus planes de expansión en los ingresos que aspiran a obtener.

Unos negocios de estas características, en los que además sus promotores no siempre disponen de garantías suficientes para acudir al crédito bancario, necesitan de inversores dispuestos a asumir altos riesgos. Inversores que, paralelamente, exigirán unas rentabilidades elevadas.

Junto a lo anterior, merece la pena subrayar dos elementos que se han mencionado más arriba. Por una parte, hay que tener presente la enorme inversión (o gasto) en intangibles. La mayor parte del efectivo de estas empresas se consume en publicidad e investigación y desarrollo, llegando en muchas ocasiones a superar al 100 por 100 de los ingresos por ventas. Este hecho no sólo somete a tremenda presión a la tesorería de la empresa, sino que resulta relevante a la hora de determinar el beneficio de ésta y su valoración, toda vez que las normas contables no per-

miten capitalizar fácilmente estos gastos, que para los empresarios del medio tienen la consideración de inversiones.

Por otra parte, para un buen número de las empresas de la red su éxito se está midiendo en términos de tráfico (visitantes del sitio) que es capaz de atraer. Se ha desarrollado un sofisticado arsenal de mediadores del tráfico, y unas cuantas empresas consultoras se han especializado en aplicarlos. Los indicadores de tráfico básicamente determinan número de visitantes del sitio, número de páginas vistas, edad y poder adquisitivo de los visitantes, y tiempo de permanencia en el sitio. En definitiva, se trata de una nueva versión de los indicadores de audiencia utilizados para los medios de comunicación. Puesto que las ventas a través de la red siguen siendo relativamente escasas, no resulta extraño que el tráfico se considere una variable indicativa del éxito futuro que un particular sitio pueda tener cuando los consumidores se decidan a pagar por lo que compran en la red, o por la información que se les suministre. En todo caso, hay que advertir que gran parte de los sitios derivan sus ingresos casi exclusivamente de lo que obtienen como portadores de publicidad de terceros, y en este caso sus ingresos son proporcionales al tráfico que consiguen generar.

III. LOS PRIMEROS INVERSORES. EL CAPITAL RIESGO (1)

Una empresa de las características de las descritas necesita dinero y necesita que se lo aporte alguien dispuesto a asumir riesgos. Dado que se trata de empresas de futuro incierto y presente frágil, las fuentes de financiación más convencionales o conservadoras les están vedadas, así que tendrán que optar por emitir bonos de alto rendimiento –también denominados "bonos basura"– o por acudir a una empresa de capital riesgo. La primera opción no siempre está disponible; además de la necesidad de que exista un mercado para esos instrumentos financieros y de que se encuentre en un buen momento para absorber la emisión, es preciso que la empresa tenga el suficiente tamaño (o tenga proyectos inmediatos que desarrollar) para que la emisión sea lo suficientemente grande para cubrir sus costes y resultar a un precio atractivo.

Por eso, la opción más evidente es acudir al capital riesgo. El objeto de las empresas de capital riesgo es proporcionar a las empresas en fase de desarrollo los recursos financieros necesarios para hacer realidad sus proyectos, asumiendo el riesgo de que resulten fallidos, y tomando a cambio una participación en el

capital de una u otra manera. Si el proyecto tiene éxito, la empresa de capital riesgo obtendrá con toda probabilidad una rentabilidad superior a la que paga el mercado por financiar empresas maduras. Si el proyecto falla, la empresa de capital riesgo perderá el total o parte de su inversión. Las empresas de capital riesgo confían en el buen ojo de sus gestores en la selección de inversiones y en su diversificación para atenuar el riesgo en el que incurrir.

Las ventajas del capital riesgo para el empresario que acude a él no se limitan a las financieras. También se beneficia de la experiencia de la empresa de capital riesgo en temas tales como la gestión de la empresa, el marketing y la administración de los recursos humanos. Por no mencionar los contactos empresariales que dicha empresa le pueda proporcionar, normalmente más introducida en el mundo mercantil que el nuevo empresario.

Sin embargo, dinero, contactos y ayuda en la administración de la empresa no se le ofrecerán gratis. La empresa de capital riesgo querrá vigilar el uso que se da a sus fondos y el empeño que el empresario pone en alcanzar los objetivos que ha prometido. Sin excluir que, bajo determinadas circunstancias, la empresa de capital riesgo querrá ejercer directamente el control si peligra seriamente el porvenir de la empresa u observa un comportamiento claramente desleal del empresario.

1. Instrumentos contractuales utilizados

Esta especial relación de vigilancia entre la empresa de capital riesgo y el empresario se materializa en un contrato que establece, básicamente, la distribución entre el empresario y la empresa de capital riesgo de los derechos de cada uno sobre el *cash flow* de la compañía, los votos en la junta de accionistas, el nombramiento de los miembros del consejo de administración y el destino de los activos de la compañía en caso de liquidación.

La manera en que se instrumentan estos derechos varía en la práctica, pudiendo tomar la forma de contratos o de instrumentos financieros estructurados, más o menos sofisticados, en los que aquellos se incorporan. Para simplificar la exposición, utilizaremos las acciones preferentes convertibles, que incorporan un sustancial prima sobre el precio de las acciones ordinarias, cualquiera que sea la forma en que éste se calcule.

Las principales "preferencias" que estas acciones incorporan, o que figuran como cláusulas contractuales, son:

Dividendos. La mayoría de las acciones preferentes conllevan el derecho a cobrar un dividendo de cuantía fija (porcentaje del capital aportado) con preferencia a las acciones ordinarias. Hay dos tipos de dividendos preferentes. El no acumulativo, que tiene lugar cuando se decide pagar un dividendo, y que cobrarán los tenedores de estas acciones antes de que puedan hacerlo los de acciones ordinarias. Y el obligatorio y acumulativo, que obliga a la empresa a pagar un dividendo y que, en caso de no hacerlo, permanece deudor de los titulares de las acciones preferentes, con lo que las acciones preferentes se comportan como bonos.

Liquidación. En caso de liquidación de la compañía, las acciones preferentes tienen el derecho a recibir una cantidad fija de dinero equivalente al efectivo aportado por la empresa de capital riesgo más los dividendos devengados y no cobrados.

Amortización. Existen dos tipos de cláusulas sobre amortización. El derecho de amortización opcional de la compañía, que puede ejercerlo recomprando las acciones a un precio equivalente a su nominal más una prima de amortización, y la amortización obligatoria para la compañía a voluntad del inversor, al que deberá pagar el nominal más una prima. En el primer caso, la compañía podrá forzar a los inversores a convertir sus acciones preferentes en ordinarias o soportar la amortización. En el segundo, los inversores podrán salirse de la compañía si observan que no está a la altura de sus expectativas.

Conversión. Las acciones preferentes son normalmente convertibles en acciones ordinarias a opción del inversor. También pueden contener la cláusula de conversión obligatoria en el caso de salida a Bolsa. En todo caso, la conversión se realiza con prima. Es posible que el contrato contemple, sin embargo, que en caso de salida a Bolsa se proceda a la amortización obligatoria de las acciones preferentes (con lo que los inversores recuperan "su dinero") y que los inversores adquieran acciones ordinarias ejerciendo *warrants* emitidos por la empresa en el momento de la firma del contrato.

Antidilución. Es habitual que las acciones preferentes estén protegidas contra la dilución que producen los *splits* (canje de una acción vieja por varias nuevas sin ampliación de capital), el pago de dividendos con acciones (emisión de acciones liberadas) o la venta de acciones a precios inferiores a los pagados por la empresa de capital riesgo.

Derechos de voto. Normalmente, las acciones preferentes disfrutan de derechos de voto en cuantía

equivalente a las acciones ordinarias en que tienen derecho a convertirse. Además, en la toma de decisiones estratégicas para la empresa, tales como disposición de activos o fusión, suelen incorporar derechos especiales de veto.

Consejo de administración. La empresa de capital riesgo suele tener derecho a nombrar miembros del consejo en una cierta proporción.

Liquidez. En ocasiones, los contratos establecen la obligación para la empresa de salir a Bolsa y hacer líquidas las acciones de la empresa de capital riesgo.

Adicionalmente, las empresas de capital riesgo pueden imponer otras condiciones sobre la gerencia de la empresa de distinta naturaleza, tales como: obligación de suministrar información financiera y empresarial con carácter periódico, no tomar determinadas decisiones sin su consentimiento, derecho preferente de suscripción de acciones y derecho de tanteo en caso de venta de las acciones del empresario.

2. Los problemas de agencia y los mecanismos contractuales

Después del repaso de los derechos más relevantes que se reserva la empresa de capital riesgo al participar en una empresa, bien mediante instrumentos financieros como las acciones preferentes, bien mediante cláusulas contractuales, es necesario preguntarse a qué obedece tal cúmulo de preferencias. La razón no es otra que el conflicto de intereses en que se encuentran las dos partes de la relación: empresa de capital riesgo y empresario, o, si se prefiere, principal y agente. La incertidumbre que el principal tiene sobre el comportamiento del agente da origen a las preferencias y restricciones mencionadas con el propósito fundamental de alinear los intereses de éste con los de aquél.

Así planteado, el problema encaja en la teoría financiera de los contratos y permite un tratamiento sistemático. Los conflictos de intereses relativos a la toma de decisiones por el empresario en perjuicio de los intereses de la empresa de capital riesgo –y que los contratos e instrumentos financieros que derivan de ellos tratan de obviar– son:

- Que el empresario no realice el esfuerzo óptimo.
- Que realice actuaciones que le ofrezcan beneficios privados en vez de ingresos monetarios para la compañía.

- Que dilapide el dinero de la compañía en provecho propio o que se apropie indebidamente de él.
- Que aumente su capacidad negociadora en perjuicio de la empresa de capital riesgo, amenazando con abandonar el proyecto.

Por otra parte, en la medida en que se tenga una mayor incertidumbre sobre la capacidad para evaluar la conducta del empresario, el número y naturaleza de restricciones y preferencias se incrementarán. Pero la capacidad de evaluación depende de dos elementos: la posibilidad de observar los esfuerzos del empresario y la posibilidad de verificar que el esfuerzo realizado se enfoca exclusivamente a alcanzar beneficios monetarios para la empresa. Según el peso otorgado a estos elementos, los autores han elaborado un cierto número de teorías.

La teoría tradicional de principal-agente (Holmstrom, 1979) asume que los esfuerzos del empresario son inobservables por el principal y, por tanto, existe un riesgo implícito de abuso de confianza (conocido habitualmente como *moral hazard*) de imposible superación. La alineación de los intereses de ambos sólo será posible si el empresario tiene suficiente incentivo económico para que se vea compensado por su esfuerzo y si la retribución del principal resulta independiente del esfuerzo realizado. O, dicho en otros términos, si el principal se encuentra protegido de la actuación del agente que le resulte adversa. Bajo un planteamiento de esta naturaleza, la mejor solución es un contrato financiero que otorgue un pago fijo al inversor y haga al empresario poseedor del beneficio residual. Solución que podemos encontrar en las preferencias relativas a dividendos fijos, liquidación y amortización arriba mencionadas. En definitiva, se opta por los derechos que afectan al *cash flow* y a la liquidación de la compañía, y se recurre a los derechos políticos o de control de ésta (votos en la junta de accionistas y consejo de administración) solamente para asegurar la satisfacción de aquéllos y en casos extremos.

Por su parte, las teorías que defienden los mecanismos políticos o de control consideran que el comportamiento del empresario es observable, pero no se puede verificar que lo que se observa es toda la actuación ejecutada. Por lo tanto, si parte de la actuación del agente escapa al conocimiento del principal, éste debe retener el control de las decisiones relevantes para sus intereses. Este enfoque lo aplican Aghion y Bolton (1992) al diseño de instrumentos financieros, para concluir que si el empresario puede

comportarse de forma tal que parte de su esfuerzo se concreta en beneficios privados, el principal debe asegurarse el derecho a tomar el control de la compañía en los supuestos de unos resultados por debajo de los comprometidos. Un instrumento de deuda que transfiera el control a los inversores cuando el empresario no actúa de acuerdo con lo esperado cumpliría con este propósito.

Un desarrollo de este enfoque defensor de los derechos de control –Hart y Moore (1998) y Fluck (1998)– considera que se está ante conductas ni observables ni verificables. Si esa es la situación, nada impide que un empresario inmoral pueda incurrir en comportamientos fraudulentos y expropiar a los inversores. Bajo este supuesto, la estructura financiera óptima que debe instrumentar el principal es un contrato mediante el cual el empresario esté obligado a pagar una cantidad fija de dinero al inversor, y que éste tenga el derecho a tomar el control y a disponer de la empresa en caso de incumplimiento. En este caso, los derechos de liquidación son esenciales.

En definitiva, en la financiación de empresas mediante capital riesgo, dados los objetivos perseguidos por cada parte, las consideraciones estrictamente financieras (riesgo, rentabilidad, garantías, liquidez) se enriquecen con elementos de gobierno societario (control de las decisiones empresariales). No es de extrañar, por tanto, que los contratos en que se plasma la financiación y los instrumentos financieros que se utilizan puedan presentar una complejidad notable. Complejidad que no los convierten en aptos para ser negociados en un mercado financiero en el que se exige que los valores negociados tengan unas características estándares que admitan su rápida comprensión por el comprador y que puedan ser sometidos a una evaluación comparativa con otros de similar riesgo y naturaleza.

Por ello, cuando la empresa precisa obtener recursos financieros en cuantías importantes, o cuando sus inversores iniciales desean desprenderse de sus participaciones, necesitan recurrir a la emisión de acciones ordinarias y acudir a una Bolsa de valores para ofrecerlas públicamente a los inversores.

IV. LA SALIDA A BOLSA: LA OFERTA PÚBLICA INICIAL

Si bien es cierto que los problemas de conflicto de intereses entre inversores y empresario ocupan la parte central de las relaciones entre ellos, al salir una empresa a Bolsa cambia la naturaleza de las preocu-

paciones del inversor. No es que al inversor le tenga sin cuidado que el empresario se aproveche en beneficio propio y privado de su posición de dominio en las decisiones de la empresa, sino que, puesto que ninguno de los inversores minoritarios tendrá suficiente número de votos para influir en ellas, se conforma con disponer de información sobre la situación de la empresa y sus perspectivas futuras, y con contar con un mercado suficientemente líquido para poder deshacerse de sus acciones cuando no esté conforme con la gestión del empresario (lo que se conoce como "votar con los pies"). O, lo que es lo mismo, la transparencia informativa de la empresa le permitirá evaluar si el riesgo que conlleva su inversión en ella se encuentra adecuadamente compensado por las expectativas de rentabilidad que le brinda.

1. Valoración

Es aquí donde las empresas de internet encuentran las mayores dificultades para satisfacer a los inversores, en el suministro de la información relevante para que se pueda realizar una satisfactoria valoración de las acciones que se ofrecen al mercado. En primer lugar, porque, al tratarse de empresas de reciente creación y poco conocidas por el público, no son capaces de aportar información contable fiable con suficiente antigüedad. En segundo lugar, porque, al tratarse de negocios nuevos en mercados emergentes, no solamente las empresas no generan beneficios, sino que no existen empresas similares, rentables y solventes, con las que realizar comparaciones. En definitiva, que la información que se maneja no es suficiente y que los métodos de evaluación tradicionales no resultan de aplicación inmediata. Esto ha llevado a que los mercados y sus reguladores establezcan reglas especiales relativas a las exigencias informativas y a que los analistas financieros encargados de ayudar a vender las acciones diseñen modelos alternativos de valoración utilizando variables exógenas a la contabilidad.

La desorientación en esta materia es notable. Por ejemplo, Cooper, Dimitrov y Rau (2000) ponen en evidencia el fenómeno de un conjunto de empresas que cambiaron su nombre por otro relacionado con "punto com" y cuyas acciones experimentaron como media una ganancia anormal del 125 por 100 en los diez días siguientes a su anuncio. O el estudio de Schill y Zhou (2000), que señala diversos casos de divisiones segregadas de su empresa matriz y convertidas en subsidiarias cotizadas como empresas de internet cuyos valores de cotización superaron las de la compañía matriz.

A) Los problemas de la información contable

La valoración de empresas se realiza a partir de la contabilidad. O al menos ésa es la forma en la que los estudiosos y los profesionales del mercado lo han venido haciendo. Sin embargo, de un tiempo a esta parte se sostiene por algunos estudiosos y analistas que las valoraciones que el mercado viene adjudicando a las empresas de internet cotizadas no se corresponden con las que resultarían de aplicar métodos de valoración basados en su información contable. Como consecuencia de ello, sostienen que la acumulación de insuficiencias de los modelos tradicionales anuncia que ha llegado el momento de buscar un nuevo paradigma de valoración de empresas –léase, de normas contables– aplicable a las que forman el universo de la nueva economía.

Los elementos que, de una forma u otra, están presentes en los argumentos de los defensores de esta postura podrían sintetizarse, a riesgo de dejar alguno fuera, en:

- Las compañías que componen el mundo de la nueva economía, y que están mostrando su aceptación por los inversores y “cambiando el mundo”, son empresas basadas en el conocimiento (capital humano disponible) y que se encuentran en medio de un proceso de innovación. Este proceso de innovación consta de tres fases: a) Descubrimiento y aprendizaje, que a veces se realiza con el uso de medios internos de las empresas, y en otras ocasiones es resultado de la adquisición de activos (tangibles o intangibles) o empresas; b) Implementación, que resulta en la producción real de lo desarrollado, gracias a su viabilidad técnica, y que se concretará en una patente o en un sitio en la red; c) comercialización, que implica que no solamente el producto es viable, sino que hay demanda para él y se puede producir generando un beneficio. Sin embargo, siendo así que a medida que la empresa avanza por estas tres fases aumenta su valor, la contabilidad no lo reconoce.

- Si bien los esfuerzos en innovación están expuestos a un alto riesgo, la diversificación de estos esfuerzos en una cartera de desarrollo de productos debería atenuar el riesgo conjunto. Además, el riesgo que toda innovación conlleva disminuye a medida que se avanza en el desarrollo del producto, no siendo correcto, por tanto, calificar con el mismo nivel de riesgo todas las unidades monetarias invertidas en él: las iniciales serán más arriesgadas que las finales. Finalmente, se defiende que en el mundo de la innovación es aplicable la teoría de las opciones reales: la inver-

sión en una innovación equivale a la compra de un *call* sobre el producto final, y como tal debe ser evaluada positivamente de acuerdo con el valor de su riesgo subyacente.

- Buena parte de las empresas de la nueva economía (Hagel y Armstrong, 1997) y particularmente las de internet, son beneficiarias de economía de red (externalidades y retroalimentación positiva); esto es, los miembros de la red se benefician directamente del crecimiento de la red en su conjunto, afectando positivamente al desarrollo y las perspectivas de los proyectos relacionados con este medio. Estos efectos se pueden observar en todas las fases de la innovación mencionadas antes, y se concretan en la disponibilidad real que tiene una empresa para sacar partido económico –que antes o después se reflejará en su cuenta de resultados– a sus relaciones (de cooperación) con sus empleados, consumidores, proveedores y competidores.

Todo lo anterior viene a poner en duda la distinción radical que hace la contabilidad al uso entre inversión y gasto corriente. Inversión es aquel gasto que se transforma en un activo reflejado en el balance, y del que se espera una corriente futura de ingresos, mientras que del gasto corriente no se pueden esperar ingresos más allá del ejercicio en que se computan. Para los defensores de la obsolescencia de este enfoque, las razones apuntadas más arriba llevan a defender que los gastos que se inscriben en investigación y desarrollo, o en aprovechar los efectos red, deben tener la consideración de inversiones porque están creando activos (blandos) para la compañía. Y puesto que la contabilidad no los recoge, se hace necesario complementarla con un sistema de información que la complemente, quizá no dotado de los efectos legales de aquélla, pero si relevante como contabilidad de gestión que debería estar al alcance de los inversores.

B) Algunos criterios de valoración y la evidencia empírica

Así las cosas, los estudiosos se han puesto a la busca de criterios alternativos de valoración de empresas de internet, para concluir que una de las variables que explican la valoración que el mercado les adjudica es el tráfico que sus sitios consiguen atraer. Ello no tiene nada de extraño, no en balde el valor de los locales comerciales en cualquier ciudad está directamente relacionado con la circulación de potenciales consumidores por su lugar de emplazamiento (también los centros comerciales, naturales o de diseño, gozan de economía de red).

En la economía de internet se sostiene que sin tráfico no se pueden crear las relaciones con los consumidores que en el futuro generen las ventas planificadas. De hecho, el mercado parece dar como bueno que disponer de capacidad para atraer tráfico da credibilidad a las proyecciones de ventas y beneficio futuros. En este sentido, Rajgopal, Kotha y Venkatachalam (2000) concluyen que el tráfico es relevante para explicar los valores de mercado y el rendimiento de las acciones en la compañías de internet, aunque, como también señalan estos autores, la asociación entre tráfico y nivel de ventas o crecimiento de las ventas sea débil. En este estudio, los autores también analizan los precios pagados en la adquisición de 42 compañías de internet, y concluyen que en 1999, en Estados Unidos, se pagaba una media de 167 dólares por cada visitante mensual del sitio de la compañía adquirida, y que esta variable explicaba el 77 por 100 de las variaciones de precio pagadas por ellas. A conclusiones semejantes, usando distintas fuentes de información, llegan Trueman, Wong y Zhang (1999). En todo caso, hay que subrayar que ambos estudios ponen de manifiesto que aunque el tráfico es una variable relevante para explicar valoraciones, su papel no deja de ser complementario de aquel jugado por los datos contables históricos y proyectados del valor del patrimonio neto en libros o beneficios.

Lo importante de esta afirmación es que el tráfico no es una variable exógena al cuadro de decisiones del gestor de una empresa de internet. El tráfico se puede provocar: a un coste, el de los gastos en publicidad y promoción, el del esfuerzo en conseguir alianzas con otros, el de desarrollo de productos o diseños no patentables, o el de la compra de otras compañías. Muchos de esos gastos generan tráfico y aumentan el valor de la compañía, pero no pueden ser considerados como inversiones reflejadas en el activo del balance. Visto el mismo hecho desde otra perspectiva, para generar tráfico es necesario disponer de dinero en efectivo que emplear en promoción. Si ese dinero se agota, se pone en entredicho todo el proyecto empresarial, y la cotización de la empresa con dificultades de tesorería se deprimirá. Este fenómeno está explicando buena parte de la caída de las cotizaciones de estas empresas durante el presente año.

Sin embargo, la relevancia de las variables contables está fuera de toda duda para Hand (2000 a), quien considera que son relevantes de manera no lineal con el valor de mercado de 188 empresas de internet durante el período comprendido entre el primer trimestre de 1997 y el de 1999. En concreto, utilizando regresión lineal logarítmica, descubre que para las firmas de internet su valor de mercado es cre-

ciente con el valor en libros, creciente con los beneficios netos positivos y decreciente con las pérdidas –por mucho que éstas sean consecuencia de gastos no capitalizables destinados a incrementar el tráfico y a provocar futuras ventas. Este mismo autor (Hand, 2000 b), sin embargo, muestra que si se añaden a los datos económicos fundamentales, el valor de mercado de estas empresas está asociado con su capacidad para atraer tráfico (2) a su sitio, y con las fuerzas de demanda y oferta de valores en el mercado (3). Fenómenos que no se producen en las empresas que no son de internet.

En definitiva, aunque la investigación sobre valoración de empresas de internet se encuentra lejos de ser concluyente, existe una cierta evidencia de que otros factores distintos de los puros datos contables están siendo tomados en consideración por inversores y analistas. En particular, aquellos que de alguna manera reflejan la posición competitiva de la empresa en el mercado y las fuerzas de oferta y demanda de sus acciones en la Bolsa. Ambos elementos habrán, por tanto, de tomarse en consideración a la hora de determinar la información que el mercado deba poseer para negociar sus acciones (folleto informativo, información periódica, no periódica y sobre participaciones significativas en el capital).

C) *Las normas de transparencia en los nuevos mercados*

En el apéndice de este artículo se encuentran resumidas las normas que rigen en los mercados tecnológicos o de alto crecimiento (4), incluidas las de transparencia informativa. Como se puede observar, la regulación es muy similar en todos ellos. Puesto que estos mercados están pensados para empresas de reciente creación, las normas tradicionales que exigen a las empresas mostrar un historial de beneficios contrastado mediante estados financieros auditados de varios años no pueden ser de aplicación. Esta insuficiencia informativa la pretenden compensar las autoridades reguladoras con información cualitativa que permita evaluar el futuro de la compañía.

Pero no es mucho lo que se puede lograr con este enfoque. Al final, las normas se limitan a exigir que el folleto informativo incluya los estados auditados que se disponga en el momento de salir, a solicitar en algunos casos la intervención de un miembro del mercado para que realice un análisis del negocio y ampare con un argumento de autoridad su viabilidad, o a pedir que se detallen pormenorizadamente los factores de riesgo que condicionan las aspiraciones de

alta rentabilidad que se insinúan en el folleto informativo. De hecho, cuando se leen estos factores de riesgo incluidos en los folletos informativos, parece que el propósito de sus redactores es no tanto suministrar elementos para evaluar la compañía como salvaguardar a sus directivos de cualquier litigio judicial derivado de insuficiencias informativas del documento que perjudicaran a los inversores.

Por su parte, la información obligatoria para estas empresas, una vez cotizadas (información periódica e información ocasional), no difiere sustancialmente de la que deba aportar al mercado cualquiera otra que se negocie en Bolsa (5). La única variación es que algunos reguladores exigen una información adicional sobre las perspectivas de la compañía a juicio de su equipo directivo. Esta información adicional puede tomar la forma de una reunión con los accionistas distinta de su junta anual o de un documento registrado y hecho público como hecho relevante.

Aunque añaden transparencia informativa, las exigencias de información sobre el compromiso de los accionistas significativos de permanecer en la compañía durante un período de tiempo (cláusulas *lock-up*), o los detalles de los acuerdos de liquidez con sus creadores de mercado, no son de especial utilidad para valorar la compañía, aunque sin duda pueden ser un indicador de la confianza que unos y otros depositan en el comportamiento futuro de la acción en Bolsa. En todo caso, hay que advertir que en algunos mercados la permanencia de los accionistas significativos en ellas durante un período de tiempo después de su salida a Bolsa es parte de la obligaciones que deben cumplir como contraprestación a las menores exigencias informativas y a la incertidumbre que rodea a estas empresas.

2. Riesgo

Observando conjuntamente los gráficos 1, 2 y 3, que recogen las rentabilidades y volatilidades de diferentes índices, se puede apreciar que, en general, las de los nuevos mercados son superiores a las de sus hermanos mayores, poniendo en evidencia el mayor riesgo al que están expuestos los inversores en compañías de alto crecimiento, incluidas las de internet. La principal fuente de riesgo es sin duda el riesgo operativo de la propia compañía: su capacidad para producir lo que se propone al coste planeado, la consecución de sus objetivos de venta y la consolidación de sus propósitos de expansión (gráficos 1, 2 y 3).

Pero existen otros riesgos que no son estricta-

mente operativos que también pueden colocar a la compañía –y/o a los inversores que confiaron en ella– en una situación difícil: la insuficiencia de recursos financieros líquidos para afrontar las pérdidas de los primeros años, la salida a Bolsa en un momento no favorable, el abandono del barco de sus principales gestores y accionistas significativos o la insuficiente liquidez del valor en el mercado, por mencionar los más comunes.

Los nuevos mercados han pretendido, en alguna medida, controlar la incertidumbre sobre estos últimos factores estableciendo reglas que los atenúen. Su efectividad está aún por ver a falta de estudios empíricos sobre ella. En todo caso, conviene mencionar las más significativas y analizar sus propósitos.

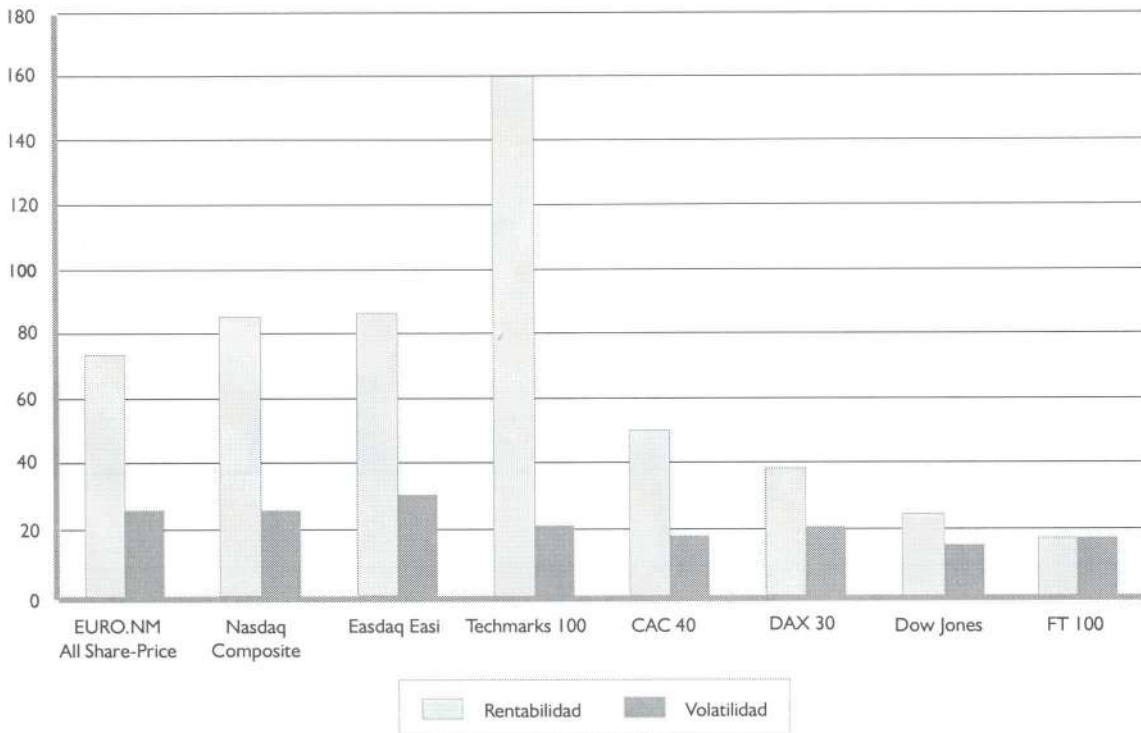
A) El papel de los promotores (sponsors)

Algunos mercados (véase apéndice) han recurrido a la figura del promotor o introductor al mercado para realizar una triple función: presentar la empresa al mercado, asesorarla en su salida a Bolsa y apoyar la liquidez de la acción.

El promotor no es otra cosa que un miembro del mercado que asume la responsabilidad contractual de procurar el éxito de la salida a Bolsa de la empresa candidata al nuevo mercado. Su papel en tanto que responsable de la colocación de las acciones entre el público inversor no difiere del que pueda tener un asegurador de una emisión en el mercado tradicional y de, en particular, elegir el momento más favorable para realizar la oferta pública de acciones. Pero a esta función se añaden otras dos. Por una parte, el promotor se ocupa de amparar con su buen nombre y credibilidad profesional la calidad de la empresa que lleva a Bolsa y la fidelidad de la información que figura en su folleto informativo. De hecho, en algunos mercados el promotor debe, además de responsabilizarse del contenido del folleto, elaborar un análisis del negocio y emitir su opinión (6).

Por otra parte, el promotor suele comprometerse a aportar liquidez a la acción después de su colocación. No se trata solamente de estabilizar el precio del valor en las fechas inmediatamente posteriores a la salida a Bolsa, sino de mantener los precios de oferta y demanda dentro de una horquilla de precios de amplitud prefijada, dando contrapartida a las órdenes de compra y de venta que se le presenten diariamente hasta una cifra determinada. Con ello se persigue tanto impedir que el valor pierda liquidez y que

GRÁFICO I
RENTABILIDAD Y VOLATILIDAD 1999



Rentabilidad anual. Volatilidad diaria media anualizada.
Fuente: Reuters, y elaboración propia.

los inversores queden atrapados en tenencias de acciones indeseadas como atenuar en cierta medida la volatilidad del valor, impidiendo grandes subidas o bajadas de su precio. Ninguno de los dos propósitos se alcanza plenamente. En momentos de fuerte volatilidad, los promotores son eximidos de sus obligaciones de dar contrapartida un vez alcanzado un cierto nivel de acumulación de acciones compradas o de venta de sus propias acciones, según la tendencia vendedora o compradora del mercado.

B) Factores de riesgo y capitalización

Como se dijo más arriba, una empresa de internet, y toda empresa de tipo tecnológico, se encuentra sometida a un cierto número de incertidumbres que amenazan la viabilidad de su proyecto. A veces, estos factores de riesgo son insuperables y no hay nada que pueda hacer la compañía para ponerles remedio (resultado fallido de una investigación, por ejemplo). Pero, en otras ocasiones, la materialización de un factor de riesgo no resulta en otra cosa que en una

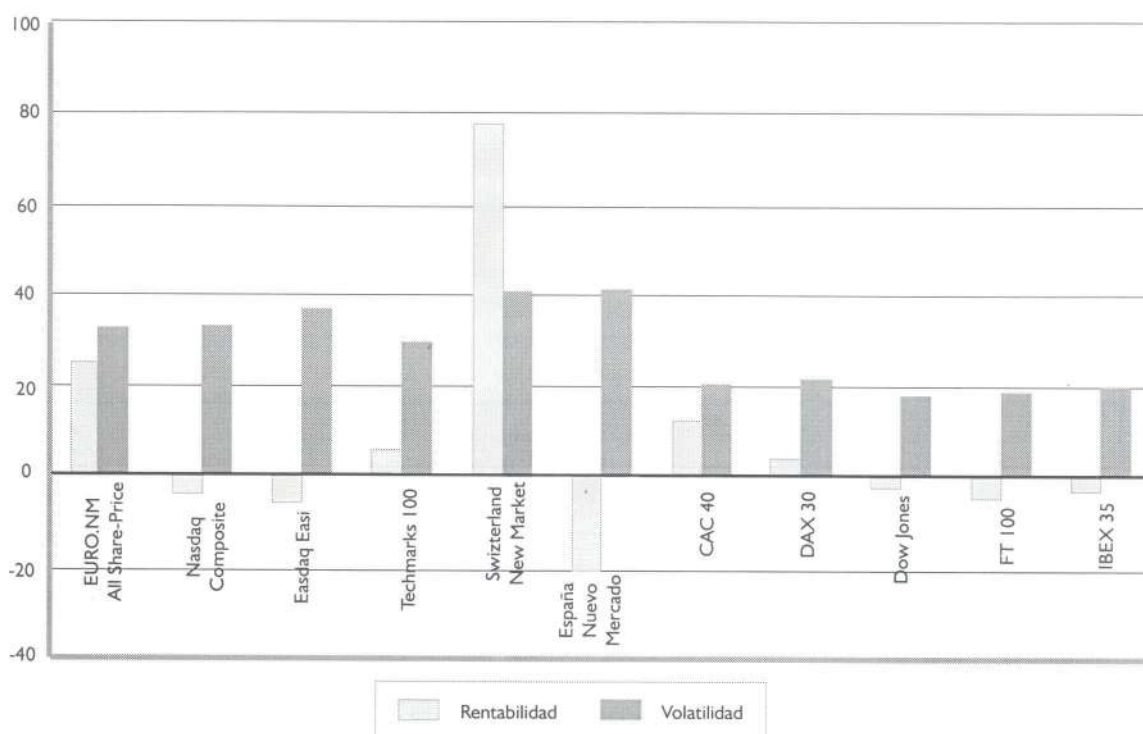
necesidad de recursos financieros suficientes con los que capear el temporal. Como este tipo de empresa tiene gran necesidad de tesorería y no es fácil que la obtenga en el crédito bancario, algunos mercados exigen que al menos el 50 por 100 de los recursos recaudados con la oferta pública de acciones vayan destinados a fortalecer su solvencia financiera mediante ampliación de capital.

Con esta medida se consigue además un segundo efecto beneficioso para la credibilidad del mercado y de la propia empresa: evitar que los recursos de la oferta vayan a parar exclusivamente a los bolsillos de sus accionistas significativos –normalmente, deshaciendo sus posiciones en ella–, que serán víctimas de un posible desinterés por su futuro.

C) El problema de la agencia: gobierno corporativo y “descartes”

El riesgo de que los accionistas significativos se desentiendan del futuro de la empresa con posterioridad a su salida a Bolsa no es el menos grave de los

GRÁFICO 2
RENTABILIDAD Y VOLATILIDAD 2000



Rentabilidad anual. Volatilidad diaria media anualizada.
Fuente: Reuters, y elaboración propia.

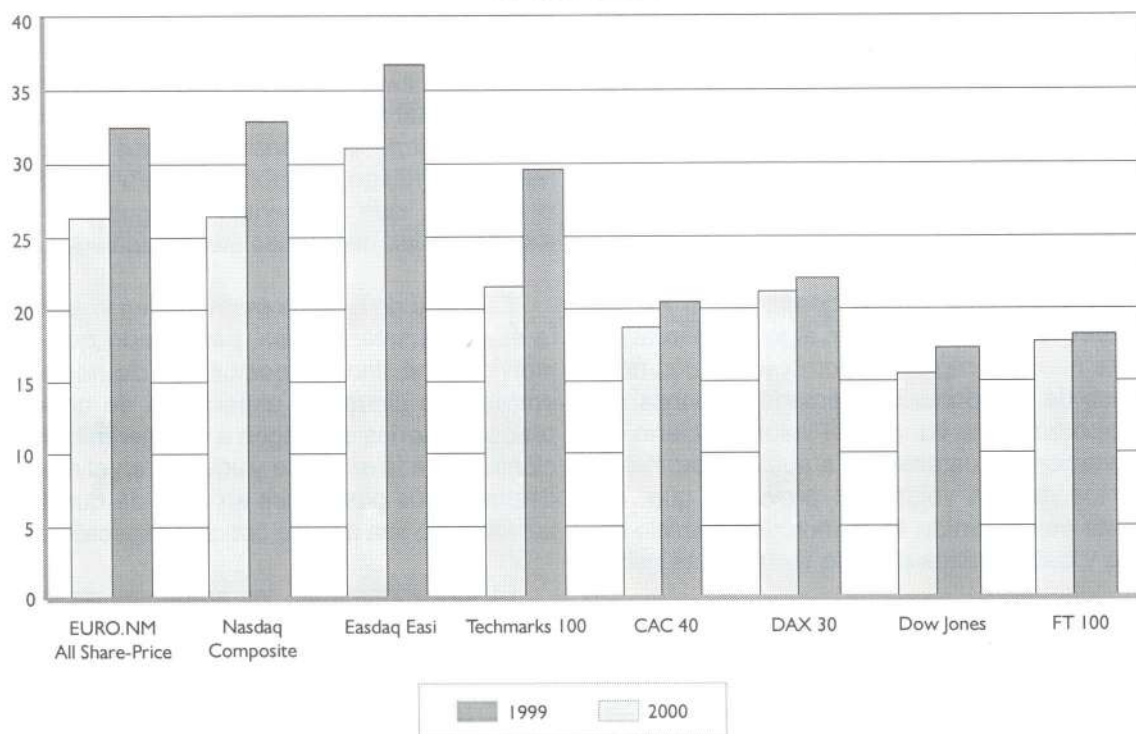
problemas de agencia que afectan a las empresas cotizadas. En este punto, cabe repetir lo que se dijo más arriba sobre este asunto. Por ello, algunas autoridades bursátiles han introducido exigencias relativas su gobierno societario. Y es este tratamiento de las soluciones y cautelas sobre la apropiación de los beneficios de la empresa por parte de sus accionistas de control y equipo directivo lo que resulta distinto respecto al enfoque dado por las empresas de capital riesgo. Pues, mientras las empresas de capital riesgo se cubren del riesgo de deslealtad o incapacidad de los gestores mediante fórmulas contractuales o instrumentos financieros estructurados, las autoridades bursátiles procuran proteger a los inversores de similares eventualidades exigiendo o recomendando la implantación de códigos de conducta o buen gobierno societario en las empresas del nuevo mercado y estableciendo limitaciones a la transmisibilidad de las acciones en poder de los accionistas significativos.

Algunas autoridades bursátiles han considerado que la empresa que sale a Bolsa debe aprobar por sus órganos de gobierno un código de conducta que sus directivos y miembros del consejo deberán res-

petar. Estos códigos se ocupan de temas tales como la retribución de los directivos, la prohibición de que compitan con la empresa, de que aprovechen privadamente los negocios que se derivan de ella o de que entren en relaciones mercantiles con ella, el uso de información privilegiada, el nombramiento de consejeros independientes y temas similares. En definitiva, tratan de introducir un cierto autocontrol entre los que mandan en la empresa. Dado que no se conoce que a resultas de la aplicación de estos códigos halla sido sancionado o apartado de sus responsabilidades infractor alguno, sólo se puede concluir que o los códigos son extremadamente eficientes en su función preventiva, o que no sirven para nada.

Otra exigencia o recomendación que introducen las autoridades bursátiles es la conocida como cláusula *lock-up* (descarte). Mediante esta cláusula, los accionistas significativos se comprometen a no deshacerse de sus acciones –totalmente o en una cierta proporción– durante un cierto plazo de tiempo conocido y publicado en el folleto informativo. El propósito de ello es evidente: comprometer los intereses de los accionistas significativos –que pueden ser sus socios

GRÁFICO 3
VOLATILIDADES



Volatilidad diaria media anualizada.
Fuente: Reuters, y elaboración propia.

industriales en función de cuya credibilidad se confía en el éxito de la empresa— y de sus directivos con el futuro de la empresa. Aunque ello es loable, la necesaria limitación temporal —normalmente entre seis y dieciocho meses— que debe tener esta restricción impide que vaya más allá del período de gracia que se les otorga a las empresas recién cotizadas.

Este tipo de cláusulas tiene un efecto indeseado. Cuando finaliza el período prefijado, se observan comportamientos anormales en la negociación del valor. Un reciente estudio sobre la materia (Ofek y Richardson, 2000) pone de manifiesto que aunque el fin del período *lock-up* es conocido por el mercado y sus efectos anticipados, se produce una caída del 1 por 100 al 3 por 100 en el precio de la acción y un incremento del 40 por 100 en el volumen de negociación, en medio de una situación en la que la curva de demanda de acciones se inclina hacia abajo. Esto, por otra parte, evidencia una anomalía de la eficiencia del mercado, toda vez que siendo conocida la fecha de vencimiento de la limitación en la oferta de acciones, el mercado debería anticiparlo y recogerlo en el precio con anterioridad a que tenga lugar.

D) El remedio para los errores: la liquidez

Puesto que un inversor no puede estar seguro de antemano que deseará permanecer por tiempo indefinido como accionista de una compañía, resulta necesario que el mercado le ofrezca la posibilidad de vender su participación en cualquier momento sin incurrir en un coste excesivo. Una medida del coste de la liquidez viene expresada por la amplitud de la horquilla entre los mejores precios de venta y de compra existentes en el mercado: cuanto mayor sea esa horquilla, menor será la liquidez y más costoso resultará convertir en efectivo los valores.

En este terreno, poco innovan los nuevos mercados en cuanto a las exigencias de liquidez. Las reglas imperantes son versiones similares de las existentes para el mercado tradicional, y van orientadas, en primer lugar, a que el emisor ponga en circulación mediante la oferta pública un número de acciones suficientes que vayan a parar a accionistas que no tengan una participación de control. Para ello, exigen normalmente ofertas no inferiores a un 20 por 100 del

total de acciones que forman el capital social, que deberán ser colocadas con suficiente difusión (en manos de accionistas que no tengan participaciones significativas). Es frecuente que este porcentaje se supere y la oferta alcance el tercio de las acciones existentes. Sin embargo, aun así, la relativamente escasa oferta contribuye a provocar una sensación de insatisfacción en la demanda que facilita una subida "artificial" del precio en los primeros días de su colocación, época durante la cual el mercado habrá sido bombardeado con mensajes positivos.

Adicionalmente, para inducir confianza en los inversores sobre la liquidez del valor, algunos mercados exigen a las nuevas empresas, como ya se dijo más arriba, el uso de creadores de mercado responsabilizados de aportar cierta liquidez al valor. Lo cierto es que las limitaciones cuantitativas a sus compromisos en momentos de alta volatilidad provocan que, de hecho, exista contrapartida en el mercado cuando no se necesita y desaparezca cuando resulta más necesaria.

V. CONCLUSIONES

Las características de las empresas de internet, y en general de todas aquellas de alto crecimiento vinculadas a mercados emergentes son su considerable necesidad de recursos financieros y el elevado riesgo al que se encuentran expuestos sus proyectos. Ello les dificulta acudir al crédito bancario, pero las convierte en candidatas apropiadas para el capital riesgo en un primer momento y en aspirantes a cotizar en los nuevos mercados con posterioridad.

Tanto en un caso como en el otro, el elevado riesgo, la insuficiencia de la información contable, el papel clave que para el éxito del proyecto tienen sus gestores y promotores, y los peligros de una gestión desleal con los intereses de los accionistas, plantean un buen número de problemas que tanto la financiación de capital riesgo como la bursátil deberán resolver.

En el caso de capital riesgo, las fórmulas contractuales y las materializadas mediante instrumentos financieros estructurados van encaminadas a vigilar el uso que el empresario da a los fondos puestos a su disposición. En concreto, estas fórmulas establecen: la distribución entre el empresario y la empresa de capital riesgo de los derechos de cada uno sobre el *cash flow* de la compañía, los votos en la junta de accionistas, el nombramiento de los miembros del consejo de administración y el destino de los activos de la compañía en caso de liquidación.

La razón para ello no es otra que el conflicto de intereses en que se encuentran las dos partes de la relación: empresa de capital riesgo y empresario o, si se prefiere, principal y agente.

En definitiva, en la financiación de empresas mediante capital riesgo, dados los objetivos perseguidos por cada parte, las consideraciones estrictamente financieras (riesgo, rentabilidad, garantías, liquidez) se enriquecen con elementos de gobierno societario (control de las decisiones empresariales).

Este tipo de riesgos permanecen vigentes cuando la empresa sale a Bolsa, pero, dado que el inversor individual no tiene la posibilidad de negociar con el empresario cláusulas específicas de cobertura, sus preocupaciones se dirigen a obtener información suficiente sobre la empresa y liquidez en el mercado para deshacer sus posiciones en caso de que su comportamiento no sea acorde con sus expectativas.

Desgraciadamente, las empresas de las que nos ocupamos no cuentan con trayectorias informativas que se adapten bien a las convenciones contables del mercado, y ello ha llevado a algunos autores a discutir la conveniencia de revisarlas y adoptar nuevos parámetros de valoración específicos para ellas. Con todo, la evidencia no es concluyente, y existen estudios que apuntan en la dirección opuesta.

En todo caso, los nuevos mercados intentan un doble objetivo. Por una parte, facilitar la cotización en Bolsa a empresas que no reúnen los requisitos informativos tradicionales. Y por otra, mediante reglas de transparencia, liquidez y gobierno corporativo, aportar confianza a los inversores.

NOTAS

(1) Lo que sigue sobre el capital riesgo no es privativo de las empresas puras de internet, sino de aplicación a la mayoría de las transacciones que ejecutan las empresas de capital riesgo.

(2) Aunque medido a través de una única variable: visitantes únicos. Otras medidas de tráfico, tales como número de páginas vistas, horas pasadas en el sitio, o las referentes a sexo o edad de los visitantes, no resultan relevantes.

(3) Esto último lo estudia a través de tres variables *proxy*: valores disponibles para ser negociados (*free float*), ventas en corto y acciones en manos de inversores institucionales, hallando que los valores de mercado se correlacionan: a) negativamente con la fracción de acciones disponibles para ser negociadas; b) positivamente con las ventas en corto; c) positivamente con la fracción en manos institucionales. Lo primero indica la importancia de la escasez, lo segundo, el hecho de que los especuladores a la baja eligen las acciones que entienden que están sobrevaloradas, y lo tercero, la estabilidad que proporcionan estos inversores.

(4) Una descripción de estos mercados puede encontrarse en: ALONSO-MAJAGRANZAS (2000), FERRÁN (2000), SOLER (1999), y BLANCO y GARCÍA-VAQUERO (2000).

(5) Para un análisis detallado del funcionamiento del mercado primario de valores véase VERA (1999).

(6) Tras la caída de precios en estos mercados a partir de abril de 2000, son frecuentes los inversores que acusan a los bancos promotores de no evaluar apropiadamente los planes de negocios de las compañías que promueven ni a sus equipos directivos. Estas denuncias han empañado el éxito inicial de el Nuevo Mercado alemán, que ha visto reducido a la mitad el valor de su índice desde aquella fecha. Además comienzan a presentarse los casos de quiebras de compañías y de promotores que renuncian a seguir cumpliendo con sus compromisos como promotores (Bertrand Benoit, "Tough lessons for the Neuer Markt", *Financial Times*, 4 de octubre de 2000). Estos incidentes, unidos al fracaso de la fusión con la Bolsa de Londres, parecen haber provocado que el presidente de este mercado (Josef Naegel) dimitiera a principios de octubre.

REFERENCIAS

- AGHION, Ph., y P. BOLTON (1992), "An incomplete contracts approach to financial contracting", *Review of Economic Studies*, 77, páginas 338-402.
- ALONSO-MAJAGRANZAS, B. (2000), "Mercados para empresas de alto crecimiento en Europa", *Bolsa de Madrid*, nº 87, abril, páginas 10-15.
- BLANCO, R., y V. GARCÍA-VAQUERO (2000), "Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía", *Boletín Económico*, Banco de España, mayo, págs. 31-41.
- COOPER, M.; O. DIMITROV, y P. R. RAU (2000), "A rose.com by any other name", *Working Paper*, Purdue University.
- FERRÁN, E. (2000), "El Nuevo Mercado da sus primeros pasos", *Bolsa de Madrid*, nº 87, abril, págs. 6-9.
- FLUCK, Z. (1998), "Optimal financial contracting debt versus outside equity", *Review of Financial Studies*, 11:2, págs. 383-418.
- HAND, J. R. M., (2000 a), "Profits, losses and the non-linear pricing of Internet stocks", *Working Paper*, Kenan-Flagler Business School, UNC Chapel Hill, 10 junio.
- (2000 b), "The role of economic fundamentals, web traffic, and supply and demand in the pricing of U.S. Internet stocks", *Working Paper*, Kenan-Flagler Business School, UNC Chapel Hill, 3 abril.
- HAGEL, J., y A. G. AMSTRONG, (1997), *Net Gain, Expanding Markets through Virtual Communities*, Harvard Business School Press.
- HART, O., y J. MOORE, (1998), "Default an renegotiation: A dynamic model of debt", *Quarterly Journal of Economics*, 113, págs. 1-41.
- HOLMSTROM, B. (1979), "Moral hazard and observability", *Bell Journal of Economics*, 10, págs. 74-91
- OFEK, E., y RICHARDSON, M. (2000), "The IPO lock-up period: Implications for market efficiency and Downward sloping demand curves", *Working Paper*, Stern School of Business, New York University, enero.
- RAJGOPAL, S.; S. KOTHA, y M. VENKATACHALAM (2000), "The relevance of web traffic for Internet stock prices", *Working Paper*, Washington University, enero.
- SCHILL, M.J., y C. ZHOU (2000), "Pricing an emerging industry: Evidence from Internet subsidiary carve-outs", *Working Paper*, UC, Riverside.
- SOLER, M^a. A. (1999), "EASDAQ y EURO.NM: Mercados paneuropeos para pymes", *Actualidad Financiera*, enero, págs. 41-60.
- TRUEMAN, B.; F. WONG, y X. ZHANG (1999), "The eyeballs have it: Searching for the value of Internet stocks", *Working Paper*, University of California, Berkeley.
- VERA, F. L. (1999), *Guía para el mercado de valores en España. Mercados, valores y regulación*, Civitas, Madrid.

**APÉNDICE
NUEVO MERCADO ESPAÑOL**

El Nuevo Mercado español es un segmento especial de negociación de las bolsas de valores creado con la Orden Ministerial de 22 de diciembre de 1999 que se desarrolla mediante la Circular 1/2000 de la CNMV, así como por la Circular 1/2000 de la Sociedad de Bolsas. El propósito de este segmento es acoger a empresas enclavadas en sectores de innovación tecnológica o con grandes posibilidades de crecimiento y que estén expuestas a elevados riesgos. Con esta nueva regulación, se flexibilizan los requisitos de admisión a cotización de las empresas consideradas de alto crecimiento y las reglas de formación de precios, ampliando sus horquillas de oscilación.

Las empresas que componen este segmento son las ya cotizadas en el momento de creación del mercado –cuando cumplen con las características necesarias– y las de nueva cotización que así lo soliciten.

A partir del 10 de abril de 2000, cuenta con su propio índice (Ibex NM) formado por las empresas que componen el Nuevo Mercado. Ibex NM inició su andadura tomado una base de partida de 10.000 puntos el 7 de abril de ese año. Las empresas de este índice pueden formar parte del Ibex 35 o del Ibex Complementario, pero no del resto de los índices sectoriales, puesto que este índice se considera índice sectorial.

| | |
|--|--|
| Reglas de admisión a cotización | <p>Mínimo de cien accionistas y 200 millones de pesetas de capital social que no esté en manos de accionistas que controlen más del 25 por 100 de la compañía (régimen general).</p> <p>Obtener de las bolsas un informe sobre su idoneidad para cotizar en este mercado.</p> <p>Se exceptúa el requisito sobre obtención de beneficios en el pasado cuando la sociedad informe sobre la evolución de los resultados en el futuro y las perspectivas del negocio.</p> |
| Normas especiales para el folleto informativo | <p>Descripción del ciclo económico, mercado potencial, aspectos tecnológicos y demás factores relevantes, así como las incertidumbres o riesgos asociados a ellos.</p> <p>Información detallada sobre los planes de inversión y financiación.</p> <p>Compromisos, si los hubiere, de los accionistas significativos sobre su permanencia en la empresa y su participación en la ulterior financiación de ésta y en el consejo de administración.</p> <p>Acuerdos con miembros de Bolsa para fomentar la liquidez de sus acciones, en su caso.</p> |
| Normas sobre información | <p>Las generales para las empresas cotizadas.</p> <p>Al menos una vez al año, publicar como hecho relevante una explicación de la evolución y perspectivas del negocio y de los planes de inversión y financiación.</p> |
| Normas especiales de negociación | <p>El precio inicial de cotización se fija exclusivamente en función de la oferta y demanda de valores.</p> <p>La variación máxima de cada valor para cada sesión de negociación es de un 25 por 100 (15 por 100 en el caso general). Esta horquilla se podrá ampliar si se ponen de manifiesto ofertas o demandas superiores para una proporción significativa de valores o se producen circunstancias excepcionales para ese valor.</p> <p>Cuando se modifique la horquilla de variación de precios tendrán lugar periodos especiales de ajuste para que los intermediarios puedan evaluar la situación. En el caso de que tengan lugar en las proximidades del fin de la sesión, esta se prolongará.</p> |
| La figura del especialista | <p>Su misión es proporcionar liquidez al valor cuando no exista suficiente en el mercado. Su utilización por la sociedad emisora es voluntaria.</p> <p>Los acuerdos entre emisor y miembro del mercado que actúe como especialista deben ser depositados en las bolsas.</p> <p>Las órdenes que introduzca el especialista deben ser de las denominadas "limitadas" (con un precio máximo para la compra o mínimo para la venta), con validez de un día y sin contrapartida.</p> <p>En los periodos de ajuste o subasta (la media hora antes de que se inicie la negociación, u otros sucesivos) el especialista deberá introducir posiciones de compra y de venta (mínimo, 20.000 euros cada una), de manera que haya una horquilla máxima del 4 por 100 respecto del precio de referencia (precio de cierre de la sesión anterior).</p> <p>Durante la sesión abierta, el especialista deberá procurar que exista la horquilla del 4 por 100 mencionada y que se pueda comprar o vender acciones por 20.000 euros. En situaciones de alta volatilidad, o cuando el especialista haya acumulado un saldo comprador o vendedor superior a 200.000 euros, podrá solicitar la exoneración temporal de su obligación.</p> |

EURO NM

Euro.NM no es un mercado propiamente dicho, no tiene singularidad, sino una red de mercados relacionados que comparten unas reglas y unos propósitos comunes, y una labor de promoción participada. Los mercados que integran esta red hasta el momento son: Nouveau Marché (Bolsa de París); Euro-NM Belgium (Bolsa de Bruselas); Neuer Markt-NM (Bolsa alemana); N-Max (Bolsa de Amsterdam); Nuovo Mercato (Bolsa de Milán). Los mercados que componen el Euro.NM están regulados por las leyes de sus respectivos países.

Pueden ser miembros de la red de mercados: las empresas de servicios de inversión y los establecimientos autorizados por sus estados miembros de origen para prestar los servicios de inversión; los miembros de Euro.NM son miembros asociados a los demás mercados. Los miembros pueden ser: negociadores o introductores-creadores de mercado.

| | |
|--|---|
| Supervisión del mercado | <p>Los diferentes mercados de la red de NM se encuentran regulados conforme a las reglas comunes de sus países, que, a su vez, se encuentran armonizadas por la Directiva de Servicios de Inversión.</p> <p>Los mercados que componen el Euro.NM son mercados regulados en el sentido de la DSI, gestionados por los órganos rectores de sus sociedades propietarias y que se ocupan de regular el mercado, autorizar a sus miembros y admitir los valores a cotización.</p> |
| Requisitos para la admisión a cotización | <p>Las autoridades de cada uno de los mercados de la red son los responsables de admitir las empresas a cotizar.</p> <p>Las exigencias informativas básicas para la admisión son:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La elaboración de un folleto informativo redactado al menos en inglés verificado por la autoridad del mercado. • Una descripción de los factores de riesgo de la compañía. • Contar con un introductor de la compañía que actuará también como creador de mercado. <p>A diferencia de EASDAQ, no se exige disponer de un mínimo de activos, pero los fondos propios de la compañía deben superar los € 1,5 millones.</p> <p>El volumen de la emisión debe superar los € 5 millones y los 100.000 títulos, de los cuales al menos el 50 por 100 corresponderá a aumento de capital. Con ellos se tiene que disponer de un <i>free-float</i> de no menos del 20 por 100 del capital. La moneda de cotización de estos títulos deberá ser el euro.</p> <p>Los accionistas significativos están obligados a retener el 100 por 100 de sus acciones durante un período de seis meses tras la salida a Bolsa; o bien retener el 80 por 100 durante doce meses.</p> <p>Las normas contables deben ser las adaptadas a IAS o US GAAP, y la información financiera debe realizarse anualmente auditada y trimestralmente sin auditar.</p> <p>La compañía debe publicar un calendario de fechas en las que producirá la información financiera y convocará reuniones informativas con los directivos.</p> |
| La funciones de los introductores-creadores | <p>Asistir a la sociedad emisora en la preparación de la documentación necesaria para la emisión, en particular el folleto informativo.</p> <p>Publicar un análisis financiero sobre la sociedad.</p> <p>Colocar los títulos emitidos.</p> <p>Asegurar la animación comercial del título.</p> |
| Negociación | <p>Los mercados de la red se caracterizan porque en ellos conviven los dos sistemas de negociación: el gobernado por precios (con creadores de mercado) y el gobernado por órdenes con concentración de las compra y venta en un libro o carnet de órdenes centralizado. Esto permite, según sus defensores, ofrecer los mejor de cada sistema para cada tipo de inversor: minorista e institucional.</p> <p>El carnet de órdenes centralizado permite la negociación en continuo o mediante <i>fixing</i>, como en Francia. El primer sistema se aplica a los valores más líquidos, mientras que el segundo es utilizado para los valores menos negociados, a los que se les asigna dos sesiones de <i>fixing</i> diarias.</p> <p>Los creadores de mercado tienen la obligación de cotizar precios de compra y venta, con una horquilla entre ellos de no más de un 10 por 100 en el caso francés, y aceptar las órdenes por una cuantía mínima.</p> |

EURO NM (continuación)

| | |
|-----------------------------------|--|
| Negociación (continuación) | La información de las transacciones en los mercados puede sintetizarse en: <ul style="list-style-type: none">• Antes de la apertura del mercado, se publican los precios más alto y más bajo del valor y los volúmenes negociados la sesión anterior.• Las transacciones efectuadas durante el <i>fixing</i> son hechas públicas de inmediato.• Las demás transacciones se hacen públicas normalmente tras una hora de su realización.• Las transacciones de bloques suelen tener un retraso de tres días. La información sobre la transacción que el intermediario debe comunicar al mercado contiene, entre otras cosas, precio, volumen, fecha y hora, y datos identificativos del valor y del que realiza la operación. |
| Liquidación | La liquidación tiene lugar a través de <i>Cleernet</i> y a los tres días de la operación, mediante posiciones netas de los liquidadores. |

EASDAQ

EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automatic Quotation System) se creó oficialmente el 30 de septiembre de 1996, y la primera admisión a cotización de una empresa fue en noviembre de ese mismo año. EASDAQ es una iniciativa con propósitos transnacionales, tanto por la nacionalidad de los miembros del mercado como por la de los emisores y los inversores. Posiblemente por eso decidió establecerse en Bruselas y ser independiente de las bolsas nacionales.

EASDAQ es un mercado reconocido y reglamentado domiciliado en Bélgica, a cuya legislación se acoge. La nacionalidad de los principales accionistas es mundial, y no solamente europea. De hecho, la participación de inversores procedentes de EE.UU., como es el caso de Knight/Trimark (principal accionista de NASDAQ), es muy relevante.

Los miembros de EASDAQ son designados por la EASD (European Association of Securities Dealers), y necesitan reunir los requisitos habituales para ser miembro de cualquier otro mercado organizado: ser un empresa de servicios de inversión de la Unión Europea dedicada a la transmisión y ejecución de órdenes, un establecimiento de crédito de la Unión Europea o una de estas entidades extracomunitarias que cumpla con los requisitos comunitarios en materia de control prudencial. Los miembros pueden ser simples *brokers* o creadores de mercado.

Las reglas de admisión y cotización son muy similares a las de NASDAQ, toda vez que se persigue que los valores tengan la posibilidad de ser negociados simultáneamente en ambos, razón por la cual se permite elegir libremente la divisa en la que se cotizan los valores por los emisores. La admisión a cotización admite diversas modalidades: oferta pública de venta inicial; oferta pública de venta inicial "doble": en EASDAQ y en otro mercado simultáneamente; doble negociación: admisión de los títulos ya admitidos a cotización en otro mercado. Los requisitos que deben cumplir las empresas en cada una de estas modalidades son similares, excepto en el caso de doble negociación cuando la introducción a EASDAQ no comporta una captación de fondos del público.

EASDAQ es un mercado gobernado por precios, en el que los inversores deben transmitir las órdenes a un creador de mercado que se ha comprometido a ofrecer continuamente un precio de compra (*bid*) y un precio de venta (*ask*). De esta forma, son los creadores de mercado de cada valor los responsables y sobre los que descansa la liquidez del mercado.

| | |
|--|---|
| La supervisión del mercado se desarrolla en tres instancias | La Autoridad del Mercado, que supervisa su funcionamiento diario. Es una entidad independiente de la empresa propietaria del mercado, compuesta por cuatro miembros, y que vigila que se cumplan las reglas. Es responsable de la redacción y aplicación del código de conducta, de las decisiones de admisión a cotización, de la suspensión de la cotización de valores y de la admisión, suspensión y revocación de los miembros del mercado. La Comisión Bancaria y Financiera belga, que supervisa al Consejo de Administración de EASDAQ. La entidad de apelación de las decisiones tomadas por la Autoridad del Mercado y denominada comisión internacional de apelación. |
| Requisitos de admisión a cotización | El emisor debe ser una compañía registrada públicamente y legalmente capacitada para ofrecer instrumentos financieros al público. Sus activos totales deben ser, como mínimo, de € 3.5 millones, y su capital y reservas de € 2 millones. Debe tomar todas las medidas necesarias, a satisfacción de la Autoridad del Mercado, para cumplir con las exigencias de transparencia, y no puede encontrarse en ninguna situación que haga la admisión a cotización no recomendable. Su Consejo de Administración debe comprometerse por escrito a cumplir con el marco legal de EASDAQ. Los instrumentos financieros admitidos deben estar totalmente pagados y ser transferibles dentro de la Unión Europea. |

EASDAQ (continuación)

| | |
|---|--|
| Requisitos de admisión a cotización (continuación) | <p>Los valores deben estar suficientemente difundidos entre los inversores, entendiendo por tal la existencia de al menos 100 inversores en el momento de inicio de cotización.</p> <p>Al menos el 20 por 100 del capital debe estar en manos de inversores no significativos, tales como consejeros, directivos o promotores de la sociedad (<i>free-float</i>).</p> <p>Cláusulas <i>lock-up</i> o prohibición de descarte. Los consejeros y accionistas significativos deben comprometerse a no vender sus acciones en, al menos, los seis meses siguientes a la salida al mercado, e informar de ello en el folleto informativo.</p> <p>El folleto informativo debe estar redactado en inglés.</p> <p>Contar con dos creadores de mercado.</p> <p>Los estados financieros deben elaborarse bajo alguno de los siguientes principios contables:</p> <ul style="list-style-type: none">• International Accounting Standards (IAS);• United States Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP);• principios contables nacionales reconciliando los estados financieros con los IAS o con los US GAAP. <p>En materia de gobierno corporativo, la compañía está obligada a:</p> <ul style="list-style-type: none">• Contar con dos consejeros independientes en su Consejo de Administración.• Disponer de un Comité de Auditoría y otro de Remuneraciones.• Aprobar un código de conducta sobre negociación de acciones de la compañía para directivos y empleados en línea con el modelo establecido por EASDAQ. |
| Obligaciones de información continuada | <p>Informe anual de cuentas consolidadas auditadas.</p> <p>Informes trimestrales no auditados conteniendo: balance, cuentas de resultados y estado de <i>cash flow</i> resumidos; análisis y comentario de resultados, y una tabla comparativa que muestre los principales cambios respecto a las últimas cuentas consolidadas.</p> <p>Información inmediata de cualquier hecho relevante susceptible de influir en el precio de la acción.</p> |
| Negociación | <p>El creador de mercado está obligado a comprar o vender por cuenta propia los títulos que le ofrezcan o demanden los inversores a los precios que establezca. El creador de mercado, al establecer estos precios, tiene que respetar la horquilla entre los precios de compra y venta (<i>bid-ask spread</i>) establecida por la Autoridad del Mercado que, a su vez, la establece teniendo en cuenta las condiciones del mercado. Sin embargo, las reglas de este mercado establecen que si existen circunstancias de fuerza mayor, el creador del mercado puede solicitar a la Autoridad del Mercado que declare que los precios que cotiza son meramente indicativos y que el creador del mercado no está obligado a negociar a ellos.</p> <p>Los creadores de mercado están asimismo obligados a negociar a los precios establecidos en volúmenes mínimos obligatorios que se fijan en función de la negociación sobre cada valor en los tres meses anteriores.</p> <p>Los precios son accesibles en tiempo real a través de las pantallas de los <i>brokers</i>, quienes las utilizan para tomar sus decisiones de compra y venta. Los <i>brokers</i> pueden negociar todos los valores cotizados poniéndose en contacto con el creador de mercado correspondiente. En las transacciones de gran volumen este contacto suele ser telefónico.</p> <p>Las transacciones efectuadas deben ser reportadas al mercado a los 90 segundos de su realización, y deben contener información sobre el valor, el precio, volumen y hora, entre otras cosas. Sin embargo, si la transacción es de gran tamaño (bloque), la obligación de informar se demora hasta que esté liquidada en un 90 por 100 o hayan pasado siete días desde que fue efectuado. Para poder acogerse a esta regla, los intervinientes en ella deben informar a la Autoridad del Mercado cuando la realizan.</p> |

EASDAQ (continuación)**Liquidación**

La liquidación de las transacciones tiene lugar mediante la intervención de Intersettle, que a su vez está comunicado con TRAX (sistema de confirmación de órdenes del mercado) y con Cedel y Euroclear, de manera que el sistema cubre la mayoría de los grandes intermediarios europeos. Los intermediarios que actúan en el mercado tienen la obligación de ser titulares de una cuenta en Intersettle y depositar en ella sus títulos o, en su defecto, establecer la oportuna conexión entre Intersettle y el depositario de sus títulos.

El plazo de liquidación es de tres días a partir de la fecha de negociación, y se realiza siguiendo el principio de entrega de los títulos contra pago de su precio mediante anotaciones electrónicas dentro de los libros de Intersettle.

SWX New Market

Es el segmento de la Bolsa suiza creado en julio de 1999 para acoger a las empresas que prometen tener un crecimiento alto y carácter innovador. Las condiciones de admisión y cotización son semejantes a las aplicables a los demás valores, con algunas diferencias que se destacan más abajo y que coinciden con las exigidas en Euro.NM. La Bolsa utiliza para este segmento del mercado el índice SWX New Market con base 1.000 en el 30 de diciembre de 1999, y que incluye a todos sus valores ponderados por capitalización.

CONDICIONES DE ADMISIÓN

| | |
|---|--|
| Historia de la compañía | Estados financieros auditados de un ejercicio completo. |
| Capital y reservas | Mínimo de 2,5 millones de francos suizos. |
| Rentabilidad | No hay exigencia mínima. |
| Alcance del registro de acciones | Se tienen que cotizar todas las acciones correspondientes a una misma clase. |
| Transmisibilidad de los valores | Los valores han de ser totalmente transmisibles, sin ninguna limitación a su negociabilidad. |
| Difusión y tamaño de la OPV | Tras completar la OPV, las acciones colocadas entre el público suizo no deben ser menos de 100.000 y deben equivaler, como mínimo, a 8 millones de francos en valor de mercado. Adicionalmente, al menos el 20 por 100 de las acciones debe ser colocado entre el público. Se excluyen de esa cifra las acciones en poder de accionistas que tengan al menos el 5 por 100 las acciones o de los derechos de voto. |
| Obligación de aumento de capital | Al menos el 50 por 100 de los recursos captados con la OPV deben ir destinados a ampliar el capital de la compañía. |
| Limitación a la venta (lock-up) | Los gerentes y accionistas significativos que tengan más de un 2 por 100 de las acciones con anterioridad a la OPV no pueden vender sus acciones durante un período de al menos seis meses tras la OPV. |
| Creadores de mercado | Debe disponer de al menos un miembro de la Bolsa actuando como creador de mercado durante un cierto período de tiempo. |
| Información especial contenida en el folleto informativo de la OPV | Estados financieros correspondientes a un ejercicio completo. Las limitaciones a la venta aplicables a los accionistas relevantes deben especificarse, señalando los períodos y el nombre de las personas afectadas. De forma prominente, deben mencionarse todos los factores de riesgo a los que están expuestas las acciones. En particular: condiciones competitivas inusuales, expiración de los derechos de patentes o licencias, la dependencia del emisor de ciertos mercados, ciertos accionistas significativos, la evolución del precio de ciertas materias primas, la fluctuación de los tipos de cambio, la posible intervención gubernamental, el ciclo del negocio, y la dependencia en los conocimientos y habilidades de cierto personal clave. El folleto debe estar escrito en inglés como norma general, aunque se admiten excepciones. |

SWX New Market (continuación)

CONDICIONES PARA MANTENER LA COTIZACIÓN

| | |
|-------------------------------------|--|
| Información periódica | Informe anual de los estados financieros. Informe trimestral de estados financieros condensados. |
| Principios contables | IAS, US GAAP. Durante un período de dos años, se admite el uso de los principios locales con reconciliación a los IAS o US GAAP. |
| Hechos relevantes | Obligación de hacer públicos los hechos relevantes a los que las cotizaciones puedan ser sensibles. |
| Otras condiciones especiales | El miembro del mercado que actuó como líder (<i>sponsor</i> o promotor) en la colocación de la OPV debe preparar y publicar un análisis de la compañía al menos dos veces al año durante dos años. Los documentos informativos deben ser publicados en inglés. |

TechMark

Segmento del mercado londinense (mercado dentro del mercado, según gustan decir sus miembros) que agrupa a empresas procedentes de diversos sectores industriales y que tiene su propia identidad y sus propios índices FTSE. Las empresas que componen este mercado son aquellas de naturaleza tecnológica ya cotizadas en la Bolsa o las que decidan su cotización en ella y cumplan con los requisitos que las convierten en elegibles. El mercado se creó en noviembre de 1999 con 190 empresas que tenían en común su vocación de innovación tecnológica. Es de notar que en él se encuentran empresas de gran tamaño como British Telecom y Vodafone. Este mercado dispone de dos índices: FTSE TechMark All-share y FTSE TechMark 100. El primero incluye a todas las empresas, y el segundo contiene cien empresas de tamaño mediano y pequeño con capitalización bursátil por debajo de los 4.000 millones de libras.

| | |
|--|--|
| Requisitos que deben cumplir las empresas que deseen cotizar en TechMark y que no cumplan con los requisitos generales de la Bolsa de Londres | Demstrar su habilidad para atraer fondos de los inversores. Capitalización de 50 millones de libras. Colocación en el mercado de al menos 20 millones de libras. Publicar un informe de estados financieros trimestral. |
|--|--|

NASDAQ

| | |
|--|--|
| Requisitos de admisión | Registro de un folleto informativo y documentación complementaria en la Securities and Exchanges Commission. La compañía ha de comprometerse a cumplir con la regulación del mercado y cumplir con las exigencias mínimas establecidas en relación con: <ul style="list-style-type: none">• Precio de las acciones que se ofrecen.• Valor bursátil del porcentaje del total de acciones que se ofrece al público (difusión).• Activos totales de la compañía.• Capital.• Creadores de mercado de la compañía.• Normas de gobierno corporativo: existencia de consejeros independientes, comité de auditoría y quorum fortalecido para decisiones relativas a la emisión de opciones sobre acciones para directivos o para la emisión de acciones con derechos de voto especiales. Estos requisitos deben cumplirse en todo momento para mantener su condición de empresa cotizada. |
| Contenido del folleto informativo (<i>prospectus</i>) | Información de la compañía. Destino de los fondos recaudados. Efectos dilutivos de la oferta sobre las acciones existentes. Política de dividendos. Capitalización de la compañía. |

NASDAQ (continuación)

| | |
|---|---|
| Contenido del folleto informativo (prospectus) (continuación) | Estados financieros auditados. Análisis de las condiciones operativas y financieras de la compañía realizado por la gerencia. Estructura del equipo de gerencia y retribución que reciben sus directivos. Transacciones entre la compañía y sus directivos. Nombre de los principales accionistas y sus tenencias de acciones. Acuerdo de aseguramiento de la oferta (<i>underwriting agreement</i>) y composición del sindicato vendedor. |
| Información periódica obligatoria | Informe anual de la compañía (formulario 10-K). Información financiera trimestral que incluya su análisis por los gerentes de la compañía (formulario 10-Q). Registro público de los hechos relevantes. Registro de la información a los socios con ocasión de las juntas de accionistas (<i>proxy statements</i>). |
