



ARTÍCULO

Los mercados alternativos bursátiles: una perspectiva regulatoria



CrossMark

María-José Palacín-Sánchez* y Carmen Pérez-López

Departamento de Economía Financiera y Dirección de Operaciones, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Sevilla, Sevilla, España

Recibido el 18 de diciembre de 2015; aceptado el 28 de diciembre de 2015

Disponible en Internet el 2 de febrero de 2016

CÓDIGOS JEL

G18;
G38;
K22

PALABRAS CLAVE

Regulación;
Mercados de acciones
alternativos;
Gobierno de la
empresa;
Asesor registrado;
Auditor

JEL CLASSIFICATION

G18;
G38;
K22

KEYWORDS

Regulation;
Alternative equity
markets;

Resumen El debate sobre la adecuada regulación de los mercados financieros, y en especial sobre los mercados alternativos bursátiles dirigidos a las pequeñas y medianas empresas (PYME), es un tema de candente actualidad. Este trabajo realiza una revisión de los trabajos de investigación internacionales que, por un lado, analizan los mercados alternativos desde una perspectiva económico-regulatoria y, por otro lado, analizan los mecanismos de control que se han identificado como claves para superar las limitaciones de una regulación *light* y que ayudan al correcto funcionamiento de estos mercados. Entre ellos destacan el gobierno de la empresa, los asesores registrados y los auditores. Los resultados muestran que una legislación más dura no es la panacea para solucionar los problemas y limitaciones que está presentando el desarrollo de estos mercados alternativos bursátiles y sugieren que el equilibrio y permanente ajuste de los agentes participantes y los mecanismos de control proporcionan resultados satisfactorios. © 2016 Asociación Cuadernos de Economía. Publicado por Elsevier España, S.L.U. Todos los derechos reservados.

Alternative stock markets: A regulatory perspective

Abstract The debate over the appropriate regulation of financial markets has become a burning issue, especially as regards alternative stock markets aimed at small and medium-sized enterprises (SMEs). This article reviews the international research that, on the one hand, analyses alternative markets from an economic-regulatory perspective, and that, on the other hand, studies the control mechanisms that have been identified as key factors to overcoming the limitations of a light regulation, such as corporate governance, nominated advisors, and auditors. The results show that tougher legislation is not a panacea for solving the problems and the limitations that are presented by the development of these alternative stock markets, and

* Autor para correspondencia.

Correo electrónico: palacin@us.es (M.-J. Palacín-Sánchez).

Corporate
governance;
Nominated advisor;
Auditor

that satisfactory results can be provided through the balance and permanent adjustment of the agents involved, and of control mechanisms.

© 2016 Asociación Cuadernos de Economía. Published by Elsevier España, S.L.U. All rights reserved.

1. Introducción

Está ampliamente aceptado que los mercados bursátiles son útiles tanto para las empresas como para los inversores, ya que permiten canalizar el ahorro de estos, aunque sea de cuantía poco elevada, hacia las empresas necesitadas de capital, compartiendo con ellas su éxito. Así, las grandes compañías han conseguido tradicionalmente financiación en las bolsas de valores, sobre todo en los países anglosajones, aunque en los países de la Europa continental se desarrollaron de manera muy significativa desde hace más de 50 años. Pero el reto era abrir este sistema a empresas con un menor tamaño (pequeñas y medianas empresas [PYME]), y para ello han ido floreciendo numerosos segundos mercados dedicados especialmente a este tipo de empresas, y que normalmente han sido establecidos al amparo de las bolsas tradicionales. Después de décadas funcionando, lo cierto es que, tanto en Europa como en Estados Unidos, estos mercados *junior* o mercados alternativos bursátiles, que es como suelen denominarse, no han estado exentos de problemas, algunos tan importantes como para hacerlos desaparecer. Así, [Vismara et al. \(2012\)](#) observaron que las 4 mayores economías europeas pusieron en marcha 11 mercados de segundo nivel desde 1995, y que solo 5 de esos mercados habían logrado sobrevivir.

Las dificultades que han ido apareciendo en ellos han generado un interesante e intenso debate acerca de las causas por las que estos mercados no han logrado tener un mayor éxito. Los fraudes, la falta de liquidez, los bajos rendimientos, la regulación laxa y otros muchos aspectos han sido revisados para tratar de encontrar las condiciones que deben darse para que funcionen adecuadamente.

De entre todos estos factores, este estudio se centra en la problemática asociada a la regulación relativamente laxa (*light*) ligada a estos mercados. Comúnmente se desconoce el hecho de que estos mercados de valores trabajaron —y en gran parte todavía lo hacen— bajo un conjunto de reglas y de regulaciones privadas. La pregunta que subyace ante la cuestión regulatoria se expresa perfectamente en el título de uno de los estudios principales sobre el tema: «*Is effective junior equity market regulation possible?*» ([Pandes y Robinson, 2014](#)).

Los objetivos fundamentales de este trabajo que presentamos son, primero, realizar una revisión de los trabajos de investigación que analizan los mercados alternativos desde una perspectiva económico-regulatoria con especial énfasis en una de sus características básicas: presentar una regulación *light*, y segundo, analizar la literatura académica sobre los mecanismos de control que se han identificado como claves para superar las limitaciones de una regulación *light* y

que ayudan al correcto funcionamiento de estos mercados. Entre ellos destacan el gobierno de la empresa, los asesores registrados y los auditores.

La estructura de este trabajo es la siguiente. En la sección 2 abordamos los problemas detectados en dichos mercados, derivados fundamentalmente de los diferentes riesgos que plantea la negociación en este segmento específico de empresas. En la tercera sección repasamos los principales trabajos científicos que tratan de establecer si una regulación más rígida y de mayor carácter público ha proporcionado mejores resultados, tanto en cuanto al nivel de actividad como en cuanto al éxito de las operaciones realizadas. En la sección cuarta nos detenemos en revisar los principales trabajos sobre el papel jugado por los mecanismos de control para el correcto funcionamiento de estos mercados. Por último, la sección quinta detalla las consideraciones finales que se desprenden de todo lo anteriormente estudiado.

2. Los problemas de los mercados de acciones dirigidos a las pequeñas y medianas empresas

En este ámbito de los mercados de capitales hay que hacer frente a 3 tipos de riesgos: el riesgo de mercado, el riesgo de agencia y el riesgo de liquidez ([Pandes y Robinson, 2014](#)). Pero como veremos a continuación, las características específicas de las empresas de pequeño tamaño hacen que la intensidad con la que se presentan estos riesgos sea mucho más elevada.

2.1. Riesgo de mercado

El riesgo de mercado alude a la posibilidad de que el futuro de la compañía no siga por los cauces previstos. La capacidad de desarrollar productos viables, la evolución mayor o menor de la demanda del producto, la velocidad de aceptación por parte de los posibles clientes, la competencia en el mercado, etc., son algunas de las variables que pueden no seguir el ritmo programado, afectando con ello a la cotización de las acciones.

Pero en estos mercados algunas circunstancias hacen más relevante este riesgo. Así, suelen intervenir empresas que presentan mayores dificultades de valoración tanto porque se encuentran en sus primeras fases de vida como por la mayor proporción de activos intangibles que suelen mantener. En este sentido, esta problemática presenta similitudes con las inversiones que pueden ser financiadas por entidades de capital riesgo, lo que ha conducido a la elaboración de numerosos trabajos que intentan incorporar

a estos mercados *junior* la experiencia y los mecanismos de control de estas entidades. Uno de los mercados que más éxito han tenido incorporando mecanismos de gobernanza propios del capital riesgo es la *Capital Pool Company* de Canadá. En la misma línea, [Bhattacharya et al. \(2015\)](#) destacan que si en la oferta pública inicial (en adelante, OPI) participan intermediarios de alta calidad, tanto inversores de capital riesgo como suscriptores, las tasas de mortalidad descienden, permaneciendo todo lo demás igual, con lo que la necesidad de una regulación más estricta se hace menor.

El pequeño tamaño de las compañías incrementa igualmente el riesgo, porque tanto las OPI como la capitalización total de la empresa una vez admitida son habitualmente de escasa cuantía y, como consecuencia de ello, la liquidez de sus títulos en el mercado secundario se resiente, haciendo más compleja la organización de la estructura de mercado.

Y por señalar alguna otra circunstancia, el control de los fraudes se vuelve también más problemático en este tipo de mercados, sobre todo en el momento de la salida, incrementándose así también el riesgo. Es cierto que estos mercados alternativos suelen tener normas menos estrictas que los mercados principales, por lo que si no disponen de los adecuados mecanismos de control pueden convertirse en terreno propicio para que se cometan irregularidades y fraudes.

2.2. Riesgo de agencia

Con el riesgo de agencia se alude a la asimetría de información entre gestores e inversores. Los mercados de valores presentan en ocasiones asimetrías de información, circunstancia que se presenta de forma más acusada en los mercados alternativos. Por ello, el enfoque que a menudo se propone en la regulación del mercado de valores es la protección del inversor, que en todo caso constituye siempre un pilar de la regulación, ya que sin ella el inversor simplemente no participaría en el proceso de asignación de recursos.

La existencia de asimetrías de información en el mercado justifica la aplicación de modalidades de regulación con las que se limitan las consecuencias de la selección adversa y el riesgo moral. En una situación de selección adversa, un agente no informado se halla frente a agentes bien informados. El equilibrio del mercado puede, en tal caso, ser completamente diferente del que se obtendría bajo información perfecta. Ilustra el conflicto de agencia por selección adversa el hecho de que la alta dirección posiblemente no informa de manera precisa de todo lo que sabe sobre su empresa. Por ejemplo, para el caso de las OPI desarrolladas en un mercado alternativo como el español los directivos/propietarios han sido muy optimistas al estimar las ganancias futuras de la empresa, lo que puede influir en el valor esperado de la empresa por parte de los inversores ([Palacín-Sánchez y Alonso Canales, 2015](#)). Por su parte, una situación de riesgo moral es la que existe cuando un agente puede tener influencia sobre una variable que es determinante de las ganancias obtenidas por otro, pero que no es observable por este último. En este sentido, los directivos/propietarios pueden actuar de forma muy diferente si han aportado capital inversores externos a la empresa a como lo hubieran hecho con su propio capital. Es decir,

podrían perseguir sus propios intereses más que los de la empresa en su conjunto.

2.3. Riesgo de liquidez

Como establece [Rasch \(1994\)](#), aunque este tipo de mercados tuvieron éxito los primeros años atrayendo nuevas operaciones, pronto comenzaron a sufrir de falta de liquidez, tanto en el mercado primario como en el secundario o de negociación. Una de las razones principales de esta circunstancia es porque en numerosas ocasiones se limitan las OPI a inversores institucionales, por lo que el desarrollo de un mercado con suficientes participantes para que goce de la necesaria liquidez para las acciones de la compañía es muy dificultoso. Este mayor riesgo de liquidez ha venido a resolverse generalmente imponiéndose de forma necesaria la existencia de un proveedor de liquidez, aunque los problemas no se han resuelto de manera satisfactoria.

3. Aspectos regulatorios en los mercados alternativos: una revisión

Regular es imponer un límite a la capacidad de acción de una empresa o un mercado, por lo cual las posibilidades de regulación son extraordinariamente diversas. [Kay y Vickers \(1988\)](#) distinguen entre regulación de estructura y regulación de comportamiento. También es determinante el grado de regulación, que puede variar desde la nacionalización hasta la regulación interna, pasando por la existencia de una agencia de regulación del mercado o por la de un organismo de autorregulación de los miembros del mercado. Cada una de las formas puede tener sus ventajas; menos regulación, por ejemplo, significa más flexibilidad, pero, sin embargo, también puede suponer menos eficiencia. La regulación interna, que corresponde a la creación de una reputación por parte de un mercado, solo puede conseguirse cuando las relaciones entre este y sus clientes se desarrollan a largo plazo. Por otra parte, hay que tener en cuenta, como señalan [Shaked y Sutton \(1981\)](#), que los organismos de autorregulación del mercado tienen una clara tendencia a imponer barreras a la entrada para conservar sus rentas de monopolio.

Trasladar el centro de la regulación desde los profesionales del mercado de valores a los inversores es consistente con un gran cuerpo de pensamiento económico que asume que la contratación privada es universalmente superior a la regulación gubernamental. Este enfoque contractualista está aceptado desde hace mucho tiempo en el mundo académico, pero el profesor [Coffee \(1984\)](#), en su importante trabajo «*Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system*» señala, basándose en investigaciones empíricas y en el análisis del comportamiento, que se ha producido un cambio de paradigma en el que se atiende más a las leyes de protección del inversor o la regulación de la información privilegiada, asumiendo este nuevo paradigma que la regulación puede mejorar la contratación privada.

También, [Prentice \(2002\)](#) en su trabajo «*Whither securities regulation? Some behavioral observations regarding proposals for its future*» revisa este tema y se hace eco de que respetados autores han reavivado varias propuestas para iniciar reformas que implican muchas de ellas una

sustancial desregulación, con miras a permitir que los emisores e inversores contraten de forma privada para un nivel determinado de divulgación y de protección contra fraudes. Sin embargo, en el trabajo se analiza la literatura conductual (comportamiento económico, financiero, psicología del comportamiento, teoría de las decisiones y otros campos relacionados) que advierte que es sumamente optimista esperar en un mercado de valores desregulado que los emisores revelen voluntariamente información a nivel óptimo; que los intermediarios, como las bolsas de valores y los corredores de bolsa, consideren adecuadamente los intereses de los inversores, o que los inversores puedan negociar de manera eficiente para protegerse contra el fraude.

En España, este debate también está presente. En su trabajo dentro del monográfico *La regulación financiera: ¿solución o problema?*, Santillán y Martínez-Pardo (2015) defienden que una regulación correcta, proporcionada, sencilla y de fácil comprensión, cuya contribución a la mejora del entorno —neta de los costes que acarrea— haya sido suficientemente ponderada antes de su implantación, es, sin duda, una herramienta de primera magnitud para impulsar la innovación, la competitividad y la eficiencia del sistema, el crecimiento y la financiación empresarial y, en definitiva, para alcanzar determinados fines de ordenación y de promoción del mercado. Pero advierten de los posibles efectos de la sobrerreacción regulatoria, de la tendencia regulatoria de carácter innegablemente reactiva frente a la crisis. Pérez (2015) desarrolla la misma filosofía, en su artículo «La relevancia de una regulación proporcionada en sus términos», perteneciente también a dicho monográfico.

Lo cierto es que la importancia del tipo y las características de la regulación en el éxito de estos mercados ha sido ocupación de numerosos trabajos. Fundamentalmente, se trata con ellos de verificar si cambios en la regulación que la hacían más restrictiva conseguían mejorar los resultados. Las conclusiones obtenidas no permiten afirmarlo de una manera definitiva.

Dado que la literatura existente es extensa, procedemos a su revisión agrupándola en 3 apartados. El primero repasa los trabajos que se han realizado observando si los mercados han reaccionado favorable o desfavorablemente a cambios introducidos en las legislaciones; el segundo se centra en los estudios realizados que tratan de discernir si la mayor flexibilidad en cuanto a regulación que disfrutaban los mercados alternativos frente a los mercados principales les conducen a obtener unos resultados en cantidad y calidad; por último, en el tercero revisamos los trabajos que se centran en analizar si es la regulación o más bien la fuerzas del mercado la clave del éxito.

3.1. Cambios en la regulación y respuesta de los mercados

Algunos estudios han abordado el tema con carácter general analizando si ante cambios regulatorios concretos el mercado ha reaccionado favorablemente. Los reguladores se enfrentan a la dificultad de identificar el equilibrio adecuado entre la protección de los inversores y la concesión de oportunidades para incrementar el capital. En este sentido, las OPI ofrecen un entorno interesante para calibrar la eficacia de la regulación financiera. Así, Simon (1989) demostró que

la *Securities Act of 1933*, que impuso cambios en la divulgación de la información financiera, no redujo las tasas de fracaso de las empresas que cotizaban en la Bolsa de Nueva York. De igual forma, los primeros estudios realizados por Stigler (1964) y Benston (1973) sobre las consecuencias de la *Securities Act of 1933* y la *Exchange Act of 1934*, respectivamente, concluyen que no aportaron un valor relevante a los inversores. Por su parte, Jarrell (1981) tampoco observó mejoras en los rendimientos medios de las nuevas emisiones tras la creación de la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Por otra parte, los cambios en la regulación pueden tener lugar como respuesta a los cambios macroeconómicos o sociales generales. La noción de protección del inversor puede servir como fundamento político para una mayor regulación, y podría estar motivado por las autoridades para dar respuesta a las crisis. En este sentido, Jarrell (1981) muestra que la abolición de las comisiones de tasa fija por la SEC fue una actuación política racional en respuesta a la creciente elasticidad de la demanda de las instituciones de servicios de intermediación de la Bolsa de Nueva York, actuando solo cuando fue empujado por las fuerzas del mercado.

Sin embargo, Burhop et al. (2014) argumentan a favor de los cambios regulatorios, mostrando que un mercado poco regulado, como el de Londres en el siglo xx, no permitió el acceso a los mercados de capitales a empresas en crecimiento.

Finalmente, por citar algún otro en esta línea y también reciente, Cattaneo et al. (2014) analizan para el mercado italiano, desde su nacimiento, los impactos de las distintas regulaciones sobre las OPI con el siguiente resultado: una regulación más suave ha tendido a dañar la tasa de supervivencia de las OPI sin incrementar su número.

3.2. Mercados alternativos frente a mercados principales

Otros trabajos realizan los análisis por comparación con los mercados principales. Generalmente para constatar que los resultados en los mercados alternativos no son peores que en los mercados principales se acude al estudio de supervivencia en ambos y a los problemas de fraude detectados en cada uno de ellos.

Jenkinson y Ramadorai (2010) analizan una muestra de 218 empresas que se trasladaron al mercado alternativo inglés, *Alternative Investment Market* (AIM), desde el mercado principal, y 56 empresas que lo hicieron en dirección opuesta. El AIM tiene un entorno normativo más leve, y por ello muchas empresas optan por cambiarse a estas bolsas de valores con requisitos reglamentarios inferiores. Analizando las consecuencias de estos cambios, encuentran que con menor regulación estas empresas experimentan inicialmente retornos menores de aproximadamente un 5%. Sin embargo, es interesante observar que las reacciones iniciales de los precios se revierten después, y posteriormente experimentan una tendencia al alza a largo plazo en el rendimiento de sus acciones, que señalan un mejor desempeño operativo.

Por su parte, Cumming y Johan (2013) también se centran en este aspecto, estudiando los casos de fraude en

los mercados financieros, comparando primeramente Estados Unidos, Canadá y Reino Unido, y después extendiendo el análisis a Brasil, China y Alemania. Además, dentro de cada país comparan los mercados principales y los alternativos. Analizan los requerimientos mínimos de capital exigidos, así como las normativas de cada uno de ellos, observando que la relajación de estos aspectos está relacionada con los casos de fraude. Pero por los datos examinados, y aunque sugieren que hay diferencias significativas en las distintas bolsas y en los países analizados, no llegan a conclusiones claras de que haya diferencias significativas si se comparan mercados principales y alternativos. Sí sugieren implicaciones políticas en las formas en las que idealmente debe ser comunicado el fraude para mejorar el conocimiento de los inversores, la transparencia del mercado y la calidad del mercado.

3.3. Regulación o fuerza del mercado

Si hay algún autor que ha estudiado con profundidad este tema específico es el profesor estadounidense Stringham, que ha ido plasmando los resultados que ha ido obteniendo en sus investigaciones en diferentes artículos. Así, en 2003 publicó un trabajo (Stringham, 2003) en el que intenta comprobar si es cierta la afirmación de que el desarrollo de un mercado de valores precisa de una regulación gubernamental, como defienden numerosos autores, o, por el contrario, si la interacción y la reputación continuada pueden crear incentivos para que los contratos se autorregulen, como aseguran otros muchos. Para ello, examina el primer mercado bursátil de la historia, la Bolsa de Amsterdam, encontrando que se negociaban contratos financieros sorprendentemente avanzados, impensables que se organizaran por los tribunales gubernamentales de entonces. Acude además a la obra *Confusión de Confusiones*, del corredor de bolsa del siglo XVII, De la Vega, donde se describe el mecanismo reputacional que permitía la negociación de instrumentos financieros sofisticados fuera del ámbito de la ley, como las ventas en corto, los contratos a plazo y las opciones.

En 2008, en otro artículo, Stringham, junto a los también profesores norteamericanos Boettke y Clark, se preguntan: ¿son las regulaciones la respuesta a los mercados bursátiles emergentes?, estudiando las implicaciones para el caso de la República Checa y Polonia. Es un trabajo sumamente interesante porque recopila numerosa bibliografía al respecto. En concreto: 2 trabajos que sugieren que los mercados bursátiles han sido desarrollados exitosamente con escasa vigilancia gubernamental, y 8 trabajos que defienden que tanto la República Checa como otros países del Este necesitan mayor regulación para sus mercados creados recientemente, manteniendo que la Bolsa de Varsovia ha tenido un mejor funcionamiento que la de Praga, que está mucho menos regulada. Sin embargo, y a pesar del gran número de artículos que así lo apoyan, Stringham et al. (2008) encuentran que la bolsa checa ha sido obstaculizada por la intervención gubernamental desde el principio, que la evidencia del superior rendimiento de la bolsa polaca no es tan fuerte, y que los reguladores checos están poco cualificados, faltos de iniciativas propias, y que es poco probable que quisieran beneficiar al mercado. Por ello, terminan alineándose con el importante trabajo de Neal y Davis (2005),

que concluye que intensificar la intervención pública hace poco probable que mejore la situación.

Todo el bagaje de los anteriores trabajos, junto con la revisión pormenorizada de la literatura que encuentran al respecto, la aplican Stringham y Chen (2012) para analizar el AIM inglés y defienden que es un ejemplo exitoso de un mercado regulado privadamente porque es flexible y permite a las partes establecer qué normas son necesarias para garantizar el éxito del mercado. Así, en los años que llevaba de funcionamiento, desde 1995, tan solo había habido 4 casos de fraudes importantes; el mercado había atraído a una gran cantidad de inversión, y la tasa de supervivencia de las OPI estaba en línea con la de otros mercados más regulados. Ellos sitúan la clave de este buen funcionamiento de regulación privada en la actuación del «asesor registrado» (*nominated advisor* o NOMAD) que tutela a las empresas y decide si son aptas para salir a cotizar.

También en esta misma línea podemos señalar los siguientes trabajos que centran sus evidencias en diferentes ámbitos geográficos. Mulherin (2005, 2007) revisa la teoría económica de la regulación y examina la evidencia empírica sobre su aplicación a los cambios pasados y recientes en la regulación de los mercados de valores de Estados Unidos, y termina defendiendo que, a pesar del hecho de que un cierto grado de regulación de los mercados financieros es universalmente necesario, la eficacia exige límites. En primer lugar, una misma regulación para todos puede ser costosa para las empresas más pequeñas. En segundo lugar, su eficacia depende de factores contextuales. Por ejemplo, una mayor divulgación es útil siempre y cuando los destinatarios puedan procesar la información divulgada, relacionando este hecho con el papel que deben desempeñar los intermediarios financieros.

Centrándose en el Reino Unido, Chambers y Dimson (2009) comparan varios periodos desde 1917 con diferentes grados de regulación, y cuantifican el número de OPI británicas fallidas, poniéndose de relieve que los reglamentos han sido menos eficaces que las fuerzas del mercado en la reducción de las asimetrías de información.

Para Canadá, Pandes y Robinson (2013, 2014) examinaron desde su creación en 1986 el programa de capital de la *Canadá Pool Company* (CPC), un programa de plataforma ciega regulada, y encontraron que los reglamentos de la CPC aumentaron la calidad de las empresas *junior* que salían a cotizar, la calidad de los suscriptores que las asistían, y la incidencia de fraude en este mercado era significativamente más reducida. En general, los autores encontraron que una regulación eficaz puede ayudar a crear un mercado de renta variable secundario viable que facilita el desarrollo de las empresas más pequeñas. También concluyen que es más eficaz para que el mercado tenga éxito basarse en las fuerzas del mercado, para lo que hay que intentar aprovechar la experiencia de las empresas de capital riesgo, tal y como ha hecho la CPC.

4. Mecanismos de control en los mercados alternativos: una revisión

Según lo analizado en el apartado anterior, una regulación proporcionada, sencilla y de fácil comprensión —es decir, lo que en inglés denominan una *light regulation*— es

fundamental para impulsar los mercados alternativos y, en definitiva, para favorecer que se conviertan en un instrumento capaz de facilitar a las PYME alternativas de financiación diferentes a la bancaria.

No obstante, esta regulación más *light* y con menos exigencias obliga a que entren en juego otros mecanismos para garantizar que el mercado funcione correctamente y, sobre todo, que las empresas y todos los agentes intervinientes se comporten como deben. Los mecanismos de control pueden ser externos o internos. Los mecanismos de control que ha reconocido la literatura como fundamentales para este mercado son: internos, el gobierno de la empresa; y externos, el asesor registrado y los auditores.

El mal funcionamiento de estos mecanismos, que se puede traducir en escándalos en las empresas y colapsos en los mercados, genera desconfianza en los mercados alternativos como un todo, pero también puede extenderse al resto de los mercados de un país y a la regulación en general (Mallin y Ow-Yong, 2010).

A continuación presentamos los estudios empíricos realizados sobre el papel que desempeña cada uno de estos mecanismos de control sobre los mercados alternativos, lo que nos permitirá conocer la importancia y las limitaciones que presentan para desarrollar adecuadamente esta labor de control.

4.1. Gobierno de empresa (*corporate governance*)

El gobierno corporativo se puede definir como el conjunto de normas y principios que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una compañía. En su memoria anual, el Banco Central Europeo define el gobierno corporativo como: «conjunto de normas y procesos por los que se dirige y controla una organización, siendo la estructura del gobierno corporativo la que especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la organización —tales como miembros del consejo de administración, directivos, accionistas y resto de *stakeholders*— y establece las reglas y procedimientos para la toma de decisiones».

Por regla general, las empresas cotizadas en los primeros mercados deben seguir un código de buen gobierno que debe plasmarse en un informe anual de gobierno corporativo. Este código incluye una serie de recomendaciones que en algunos casos son de obligado cumplimiento y, en otros, las empresas pueden optar por cumplir o explicar los motivos de su no cumplimiento. Sin embargo, las PYME cotizadas en los mercados alternativos normalmente están exentas del cumplimiento de dicho código. En definitiva, cuentan con una cierta flexibilidad en cuanto al gobierno corporativo, si bien es conveniente que las empresas analicen qué recomendaciones en materia del mismo deberían seguir desde el punto de vista de la credibilidad y confianza del inversor. Según Mallin y Ow-Yong (2010), ha habido casos de empresas con un pobre gobierno corporativo que lograron incorporarse al AIM inglés; sin embargo, algunas de ellas han estado posteriormente en el centro de escándalos financieros o colapsos en dicho mercado. Por ejemplo, Sky Capital, Torex Retail, Langbar International, Sibir Energy, Max Petroleum, Lonzim y Regal Petroleum.

Para entender el gobierno de las empresas no muy grandes, que son nuevas o están involucradas en ambiciosos planes de expansión y cotizadas en mercado alternativos, hay que tener presente que muchos de sus proyectos son de alto riesgo e inciertos, que en muchos casos carecen de rutinas y redes (*network*) bien asentadas y que normalmente no tienen proyectos de inversión diversificados para poder reducir el riesgo. Por todo ello, aparte de comportamientos oportunistas por parte de los directivos/propietarios de control, son las contingencias imprevistas las que pueden estar en el origen de los problemas de gobierno corporativo (Audretsch y Lehmann, 2005).

La evidencia empírica sobre el gobierno de las empresas grandes y cotizadas es muy abundante, no siendo así en el caso del gobierno de las PYME que salen a cotizar, que es todavía muy escasa. Presentamos los estudios más importantes.

Finkle (1998) considera toda la población de empresas de biotecnología que salieron a cotizar en el mercado norteamericano de 1980 a 1994. Estas empresas suelen representar una de las típicas iniciativas de emprendimiento que acaban optando por salir a cotizar en los mercados alternativos. El trabajo pretende determinar si existe una relación entre el tamaño y la composición del consejo de administración y el rendimiento de la empresa; sin embargo, los resultados no fueron muy significativos.

Berry et al. (2006) analizan 109 pequeñas empresas de Estados Unidos recientemente admitidas a cotización o que cotizan por primera vez en el mercado, y encuentran que los elementos de gobierno corporativo tales como el grado de independencia en el consejo de administración y los comités evolucionan con el tiempo para ayudar a mitigar el aumento de los costes de agencia relacionados con la reducción del control por parte de los propietarios internos (*insider owners*).

Reddy et al. (2008) estudian las prácticas de gobierno corporativo de 71 empresas de pequeña capitalización en Nueva Zelanda y encuentran que la independencia en el consejo de administración y la existencia de un comité de auditoría están asociados positivamente con su *proxy* de rendimiento financiero (la *Q* de Tobin).

Chistensen et al. (2010), usando una muestra de empresas australianas de capitalización micro (activos totales de menos de 12,5M\$), no encuentran una asociación entre los factores de gobierno de empresa y los resultados de la empresa; sin embargo, sus hallazgos sugieren que la concentración de la propiedad opera como un sustituto de las prácticas formales de gobierno corporativo.

Gordon et al. (2012) exploran sobre una muestra de pequeñas empresas canadienses que cotizan en bolsa los determinantes de las prácticas de gobierno de empresa y sus efectos en los resultados. Encuentran que las prácticas de gobierno corporativo más efectivas están relacionadas con las características de la empresa, incluyendo el tamaño de su consejo, la estructura de propiedad de la empresa, el apalancamiento financiero, el valor de mercado de las acciones y la naturaleza del auditor. Además, contrastan que el resultado financiero y la calidad de las ganancias están ambos positivamente relacionados con el gobierno corporativo. Sus resultados también sugieren que las pequeñas empresas con limitaciones de recursos son menos propensas a mejorar sus estructuras de gobierno corporativo, a pesar

de que ello podría mejorar el rendimiento. Así, los administradores y propietarios deben prestar especial atención a los costes y beneficios de mejorar el gobierno. En definitiva, el buen gobierno es un importante motor del rendimiento de la pequeña empresa que no puede ser descuidado por los propietarios y gerentes de estas empresas.

Farag et al. (2014) estudian, sobre una muestra de 271 empresas emprendedoras (de rápido crecimiento) admitidas en el AIM inglés durante el periodo 2000 a 2007, las características de gobierno corporativo a través de un índice que resume 4 aspectos: estructura del consejo de administración, presencia de subcomités, presencia de consejeros independientes y grado de divulgación de las prácticas de gobierno corporativo. Estos autores encuentran una relación causal entre el gobierno corporativo y el desempeño financiero de la empresa. Esta relación causal puede implicar que un mejor gobierno corporativo conduce a un mejor rendimiento financiero. Se infiere en este caso que un buen gobierno corporativo puede conducir a una mejor calidad de la gestión, a la mejora de los procesos de toma de decisiones y, en definitiva, a mayores resultados. Además, también observan que la presencia del capital riesgo en la estructura de propiedad de la empresa favorece las buenas prácticas en el gobierno corporativo.

Bertoni et al. (2014) consideran el doble rol del gobierno corporativo en la creación y protección del valor para estudiar su impacto sobre el valor de la empresa en el momento de su OPI. Sobre una muestra de 969 empresas que salen a cotizar en la Europa continental en el periodo 1995-2011, tanto en primeros mercados como en mercados alternativos, se encuentra evidencia consistente con la opinión de que el gobierno corporativo es un factor crítico en la valoración de las OPI. Además, se encontró que el papel del gobierno corporativo cambia a lo largo del ciclo de vida de la empresa. Mientras para las empresas jóvenes el gobierno corporativo es particularmente importante como un dispositivo de creación de valor, para las empresas maduras también es relevante pero por una razón diferente, ya que permite una protección del valor para los accionistas minoritarios. Además, el rol de la independencia del consejo es más fuerte para las empresas jóvenes que cotizan en los mercados alternativos.

Parsa et al. (2007) investigan los factores asociados con la divulgación de las prácticas de gobierno corporativo entre 89 empresas que cotizan en el mercado alternativo inglés (dado que las normas en dicho mercado no exigen que las empresas informen sobre el cumplimiento del código de buen gobierno, sus revelaciones sobre el tema son totalmente voluntarias). Estos autores observan que la independencia del consejo y la del comité de auditoría se asocian positivamente con la comunicación de información sobre el gobierno corporativo.

Mallin y Ow-Yong (2008) analizaron la memoria anual y las cuentas de 300 empresas cotizadas en el AIM inglés entre octubre de 2005 y septiembre de 2006. A partir del análisis detallado de las declaraciones sobre el gobierno corporativo se encontró que los elementos básicos de las buenas prácticas de gobierno, como la inclusión de un informe de gobierno corporativo, la presencia de subcomités del consejo, identificar quiénes son los directores y sus responsabilidades, y dividir el papel de presidente y director general, se dan

a conocer por parte de la mayoría de las empresas de la muestra. En general, se encontraron con que las empresas del AIM revelan menos prácticas de gobierno corporativo que las que se esperan de las recomendaciones establecidas en la Guía *Quoted Companies Alliance Guidelines* (QCA). Las empresas del AIM son animadas a seguir la Guía QCA, basada en el código de buen gobierno de las empresas que cotizan en el primer mercado pero adaptada específicamente a las necesidades de las empresas en crecimiento y a sus inversores. Los resultados del estudio de Mallin y Ow-Yong (2008) muestran que las empresas del AIM pueden y deben aumentar sus niveles de divulgación, especialmente en las áreas que influyen en la toma de decisiones de los inversores tales como el grado de independencia de los consejeros y la presentación de informes sobre la evaluación formal del desempeño de los consejeros.

En un trabajo posterior, Mallin y Ow-Yong (2012) examinaron la relación entre ciertas variables a nivel de empresa y de mercado y el nivel de divulgación voluntaria por parte de la empresa de las prácticas de gobierno en las empresas de AIM. Los resultados de su análisis indican que las jóvenes empresas del AIM son más propensas a mostrar un mayor nivel de divulgación. También encuentran que el tamaño de la empresa, el tamaño del consejo, la presencia de facturación (es decir, la empresa genera ingresos de sus actividades empresariales) y haber cotizado previamente en el primer mercado están positivamente asociados con las prácticas de gobierno adoptadas y divulgadas. Por otro lado, la participación significativa en el capital por parte de los inversores institucionales y los directores, el tipo de asesor nombrado o la firma de auditoría no parecen tener influencia en la determinación del nivel de divulgación. Sin embargo, su estudio muestra que las empresas orientadas al AIM tienden a hacer menos divulgación. En general, los hallazgos sugieren que la dinámica interna de las empresas del AIM ejerce una mayor influencia sobre la divulgación voluntaria de gobierno corporativo que los factores relacionados con el mercado.

Plastow et al. (2012) analizan en una muestra de 298 empresas australianas de tamaño medio las recomendaciones de gobierno corporativo seguidas. Los resultados indican diferencias significativas en las tasas de adopción entre empresas y entre las recomendaciones individuales. Estas diferencias indican que hay tasas de adopción significativamente menores para las recomendaciones más costosas consideradas como estructurales (por ejemplo, la estructura del consejo y la formación de comités) en comparación con las recomendaciones menos costosas asociadas a las políticas y procedimientos y la divulgación.

En *Taking AIM* (2009) se encuestó a 116 empresas y 55 inversores del AIM inglés, y se observó que la mayoría de los inversores institucionales (58%) consideran que los estándares de gobierno corporativo de las empresas del AIM no son suficientemente buenos, incluso menos del 40% considera que son aceptables.

En general, los resultados de estudios en el contexto de las empresas más pequeñas o más jóvenes identifican que algunas características de gobierno que son importantes en las empresas más grandes, tales como el grado de independencia en el consejo, son igualmente importantes para el gobierno de las empresas más pequeñas o más jóvenes, y

que las buenas prácticas pueden influir en el resultado de las empresas (Plastow et al., 2012).

4.2. Asesor registrado (*nominated advisor*)

En muchos de los mercados alternativos, entre ellos el español, existe la figura del asesor registrado, que en inglés se denomina *nominated advisor* (NOMAD). El asesor registrado juega un papel fundamental en la preparación de la salida a Bolsa, en la misma salida y una vez que la empresa ya cotiza, porque también debe seguir asesorándola. En definitiva, el rol del asesor registrado es capital para el buen funcionamiento de los mercados alternativos, pero al ser remunerados por las empresas que salen a cotizar es posible que surjan ciertos conflictos de interés. No obstante, la amenaza de sanción por parte de la bolsa y los posibles efectos en su reputación deberían ser suficientes incentivos para que los asesores registrados se comporten adecuadamente. Por todos estos motivos interesa profundizar en esta figura a través de los diferentes estudios empíricos desarrollados. Ello nos permitirá apreciar las ventajas, los problemas o las limitaciones de esta figura.

Mallin y Ow-Yong (2010) examinan el rol del asesor registrado en el AIM inglés a través de una serie de entrevistas a los directores generales de las empresas del AIM, a inversores institucionales y a asesores registrados que a su vez eran *brokers* en dicho mercado. Los resultados de este estudio son: a) los directores de empresas del AIM parecen haber tenido una experiencia contradictoria con su NOMAD: unos encuentran que su NOMAD les ha dado apoyo y asesoramiento durante todo su tiempo en el AIM, mientras que otros han encontrado que su NOMAD no les ha dado apoyo una vez que se han incorporado al AIM y han tenido que buscar consejo en otra parte; b) los inversores institucionales entrevistados no tienden a poner mucho énfasis en qué NOMAD ha asesorado a la empresa a la hora de invertir en una compañía del AIM, pero si hubieran tenido una mala experiencia anterior con un particular NOMAD, antes de invertir en una empresa asesorada por dicho NOMAD la analizarían muy cuidadosamente, y c) el NOMAD, que también es *broker*, parece poner más énfasis en su papel de corretaje que en su papel como asesor. Los autores concluyen que no todos los NOMAD están desarrollando su labor con la debida diligencia, aunque la mayoría sí.

De forma más concreta, algunos autores analizan la influencia del asesor registrado respecto a 3 temas principales: el gobierno de la empresa, como supervisor en el mercado alternativo, y en la supervivencia de las empresas tras las ofertas públicas iniciales.

4.2.1. Influencia del asesor registrado en el gobierno de la empresa

La figura del asesor registrado también puede favorecer otros instrumentos de supervisión. En este sentido, Mallin y Ow-Yong (1998) analizan el gobierno corporativo en las PYME que cotizan en el mercado alternativo inglés (AIM) y concretamente se consideran los aspectos formales de dicho gobierno en el momento de salir a cotizar a dicho mercado, relacionándolo con el asesor registrado. Este estudio se centra en los primeros años de funcionamiento de este mercado. Se observa que el cumplimiento de las normas de

buen gobierno en las empresas que salen a cotizar al AIM depende de quién sea el asesor registrado de la empresa.

4.2.2. Papel del asesor registrado como supervisor en mercados alternativos

Gerakos et al. (2013) analizan la rentabilidad post-salida a bolsa en mercados poco regulados como el AIM. Entre otros aspectos consideran si las empresas son capaces de unirse voluntariamente a una mayor supervisión a través de la elección del NOMAD y el auditor. La idea es que esta regulación más *light* de los mercados alternativos ofrece a las empresas la oportunidad de sustituir una supervisión potencialmente menos costosa y formal por otra más formal eligiendo NOMAD y auditores de mayor calidad. Si bien la ausencia de requerimientos regulatorios para las empresas cotizadas en el AIM limita la supervisión explícita, es posible que las empresas sean capaces de encontrar sustitutos de la supervisión regulatoria tradicional. A nivel de empresa, las oportunidades de supervisión pueden ser particularmente importantes para el AIM dados los limitados requisitos legales explícitos que deben cumplir. En el extremo, podría darse el caso de que, para algunas empresas, la supervisión a nivel de empresa sustituya del todo a la del mercado y tal vez a un costo más bajo, debido a la posibilidad de personalizar el nivel de supervisión. Aunque hay numerosas maneras por las que las empresas del AIM podrían vincularse por ellas mismas a una mayor supervisión, estos autores consideran 2 mecanismos que son particularmente importantes en el AIM: la elección del NOMAD y la elección del auditor.

La naturaleza adaptable del marco normativo en el AIM ofrece la oportunidad para que las empresas se distingan por su elección de NOMAD. Debido a que el NOMAD es responsable de supervisar a las empresas, es posible que algunos desarrollen una cierta reputación porque desarrollen esta labor con una gran calidad. Sin embargo otros, con una reputación más limitada, pueden ver su papel como meros certificadores del cumplimiento de los estándares mínimos del AIM, en cuyo caso no está claro que hubiera incentivos para diferenciar los estándares a través de los NOMAD.

Debido a que no está claro a priori lo que constituiría un NOMAD de alta calidad, este trabajo analiza si la rentabilidad de las empresas del AIM varía en función de 2 características del NOMAD. La primera variable es un indicador de si el NOMAD es también un creador de mercado de la empresa (lo que en el Mercado Alternativo Bursátil español denominamos «proveedor de liquidez»). Ser creador de mercado de una empresa podría proporcionar al NOMAD información privada adicional con la que supervisar a sus clientes. En segundo lugar, en la medida en que los rendimientos posteriores a la salida a bolsa son una medida de la calidad de la supervisión en el AIM, los autores suponen que un NOMAD que proporciona una supervisión eficaz debe tener un historial de traer empresas al mercado que funcionan relativamente mejor. Para mostrar este efecto, la variable que utilizan es el rendimiento previo del NOMAD entendido como el promedio de retorno durante 12 meses para todas las empresas lanzadas al mercado por este hasta 12 meses antes de la fecha de la salida a bolsa de la empresa.

Sus resultados muestran que la variable NOMAD como creador de mercado no es significativa, lo que sugiere que actuar como creador de mercado proporciona al NOMAD

información y/o incentivos adicionales limitados para supervisar las empresas. Sin embargo, el rendimiento previo del NOMAD tiene una relación positiva y significativa, lo que confirma que los NOMAD cuyas OPI han obtenido buenos resultados en el pasado traen al mercado a empresas que tienen mejores rendimientos.

En general, los resultados de este estudio sugieren que existe alguna evidencia de diferencias en la supervisión basado en la elección del NOMAD. En particular, los NOMAD que han tenido un mejor desempeño en salidas a bolsa previas parecen proporcionar la supervisión adicional. Sin embargo, el efecto no parece compensar totalmente el bajo rendimiento general de las empresas del AIM y, por tanto, sugieren que la supervisión es incompleta.

4.2.3. Influencia del asesor registrado en la supervivencia de las empresas tras las ofertas públicas iniciales

Espenlaub et al. (2012) analizan la supervivencia de las salidas a bolsa (OPI) en el AIM inglés vinculándola a la reputación del NOMAD. Concretamente estudian 896 OPI desarrolladas entre 1995 y 2004 en el AIM y calculan la reputación del NOMAD utilizando 5 medidas diferentes: a) el número de salidas a bolsa respaldadas en el año previo a la salida a bolsa como una proporción sobre el total de OPI en ese año; b) los recursos captados en las salidas a bolsa respaldadas en el año previo a la salida a bolsa como proporción del total captado; c) la calificación crediticia del NOMAD en el año anterior a la salida a bolsa; d) la rentabilidad de los activos del NOMAD en el año previo a la salida a bolsa, y e) la edad del NOMAD en el año previo a la salida a bolsa. Además, en base a estos 5 indicadores calculan un índice global de reputación del NOMAD. Finalmente, observan que la reputación del NOMAD tiene un impacto significativo sobre la supervivencia de las empresas que salen a bolsa en el AIM, es decir, las OPI respaldadas por NOMAD reputados sobreviven más tiempo (alrededor de 2 años) que las respaldadas por otros NOMAD. También encuentran que las tasas de supervivencia del AIM son ampliamente comparables a las de los mercados norteamericanos.

4.3. Auditor

Los auditores tienen la misión de aportar fiabilidad a la información financiera de las empresas, debiendo cumplir con rigurosas disposiciones legales y normativas. La literatura previa ha documentado una relación entre el tamaño de las empresas de auditoría, en el sentido de que pertenezcan a una de las grandes marcas, y la calidad de la auditoría. De Angelo (1981) ofrece 2 argumentos para apoyar la hipótesis de que las grandes firmas de auditoría proporcionan auditorías de calidad. Primero, las grandes firmas de auditoría cuentan con más recursos materiales y humanos para hacer su trabajo, y se enfrentan a mayores pérdidas (de prestigio, de imagen, de credibilidad o económicas) si realizan informes incorrectos. Y segundo, ya que son menos dependientes de las cuentas de las empresas-clientes particulares, tienen una mayor propensión a detectar e informar sobre errores contables o incumplimientos. Siguiendo estos argumentos, las grandes auditoras cumplen una función de supervisión

(Fan y Wong, 2005, entre otros). Teoh y Wong (1993) encuentran mayores ganancias para las empresas auditadas por una de las grandes auditoras, proporcionando así evidencia que apoya el argumento de la auditoría de calidad.

Además, la elección de la empresa auditora puede influir en otras variables como la confianza en el mercado, en el gobierno de la empresa y en la divulgación de información de ella. Por un lado, contratar una empresa auditora de calidad puede ser visto como una señal al mercado de que dicha empresa cuenta con una información más fiable y un mejor gobierno. Weber y Willenborg (2003) observan que las opiniones de las empresas de auditoría de calidad son mejores predictores del rendimiento futuro en las OPI de pequeño tamaño. Por otro lado, algunos estudios también han observado una relación positiva entre el tamaño de la firma de auditoría y la divulgación de información (Bassett et al., 2007; Kent y Stewart, 2008; Palmer, 2008; Gallery et al., 2008). Además, Davidson et al. (2005) encuentran correlaciones positivas y significativas entre la calidad de la auditora y las medidas de gobierno interno de la empresa.

Entre los estudios centrados en empresas de reducido tamaño en mercados alternativos destacamos los siguientes.

Plastow et al. (2012), ya citados previamente, analizan, en una muestra de 298 empresas australianas de tamaño medio, las recomendaciones de gobierno corporativo seguidas, relacionándolas con una serie de variables de la empresa incluida la pertenencia de la empresa auditora a una de las Big-4. Observan que el gobierno de la empresa es mejor (se siguen más recomendaciones) cuando la empresa auditora es de calidad.

Por otro lado, los ya citados Gerakos et al. (2013) analizan la rentabilidad post-salida a bolsa en mercados poco regulados como el AIM y tienen en cuenta, aparte de la ya mencionada calidad del NOMAD, la calidad de auditor de cuentas de la empresa. Para ello crean una variable indicativa de la calidad del auditor, codificado como 1 si los estados financieros de primer año de la firma eran auditadas por un auditor perteneciente al grupo de los Big-5, y 0 en caso contrario. Esta medida es consistente con la idea de que los auditores más grandes tienen mayor riesgo reputacional y mayores recursos para llevar a cabo una auditoría a fondo (Weber y Willenborg, 2003). Sus resultados sugieren que un auditor del Big-5 está vinculado a una mejor rentabilidad de las empresas del AIM. Por tanto, el auditor juega un papel de supervisión particularmente importante en el AIM en relación con otras bolsas y se asocia con un mejor rendimiento.

5. Conclusiones

El debate sobre la adecuada regulación de los mercados financieros ha surgido de manera reiterada a lo largo de los tiempos. Toda la amplísima y variada literatura financiera existente acepta como premisa de partida que los mercados financieros necesitan de una regulación correcta, proporcionada, sencilla y de fácil comprensión, que haya sido diseñada y ponderada para conseguir su mejor funcionamiento, pero la clave reside en el nivel óptimo para conseguirlo. Esta cuestión regulatoria es especialmente relevante en los mercados alternativos bursátiles dirigidos a PYME, porque un exceso de la misma puede ahogar el fin

último que se persigue con ellos, es decir, que al querer anular todo riesgo —más elevado en estos mercados por las propias características de las empresas que lo conforman— se anule la misma existencia del mercado o cuanto menos su eficiencia, perdiéndose la posibilidad de esta vía de financiación tan interesante para posibilitar el crecimiento de las empresas.

En general, en los últimos años existe una clara tendencia en todos los campos financieros hacia una mayor regulación, sobre todo en cuanto a la protección del inversor y a la divulgación de información, que se ha vuelto incluso mucho más intensa como reacción a la crisis. Pero es importante señalar que si se acude a los trabajos científicos que se han realizado sobre este tema concreto de los mercados alternativos y la regulación, no se puede afirmar que este cambio de tendencia obedezca a un peor comportamiento de los mercados en los que se ha establecido una regulación más suave. Por tanto, no es una tendencia sustentada científicamente, sino que parece más motivada por cuestiones institucionales, que en general está desarrollando a todos los niveles sociedades y economías más proteccionistas.

A pesar de lo afirmado en el párrafo anterior, si consideramos los estudios que abordan la cuestión regulatoria en los mercados alternativos bursátiles es muy difícil extraer conclusiones universales porque se enfocan en cambios regulatorios específicos, en países concretos, y para determinar si los resultados mejoran al ser introducidos miden alguna variable determinada, pudiendo estar en lo cierto todos ellos a pesar de sus resultados aparentemente contradictorios. Esto nos permite recalcar que no se trata de endurecer la regulación como un fin en sí mismo, sino de valorar bien qué objetivos se pretenden con ella, de diseñarla adecuadamente y de evaluar con sentido crítico sus efectos.

Siguiendo esta idea, numerosos autores que se manifiestan en la línea de que intensificar la intervención pública hace poco probable que mejore la situación, afirman que las regulaciones bursátiles/reglamentos han sido menos eficaces que las fuerzas del mercado en la reducción, por ejemplo, de las asimetrías de información. Se trata así de que la regulación marque las líneas esenciales pero que sean los propios participantes los que ejerzan el control hacia los otros, actuando como límites hacia los posibles abusos de cada uno de ellos. En este sentido, simplemente promoviendo que las empresas de dichos mercados sigan prácticas adecuadas de buen gobierno, conseguiría un mejor funcionamiento de los mercados alternativos.

Del mismo modo, como el control por las fuerzas del mercado exige que la cadena de confianza funcione en todos sus eslabones, la calidad del auditor es encontrada como factor fundamental para el éxito de las empresas y, por ende, de los mercados, ya que es el informe de auditoría la que la desata. De igual forma, el papel del asesor registrado resulta esencial. Conseguir que la reputación de la firma que realice esta función se vea gravemente afectada si incurre en malas prácticas, perdiendo su condición e incluso teniendo que afrontar importantes indemnizaciones, alineará sus intereses con los de los inversores finales, marcando la independencia necesaria de la empresa asesorada.

En definitiva, una regulación más dura no es la panacea para solucionar los problemas y limitaciones que está presentando el desarrollo de estos mercados alternativos

bursátiles, sino que es la suma de muchas fuerzas —un adecuado comportamiento de las empresas y sus directivos, un papel responsable de todos los agentes intervinientes entre los que se encuentran los auditores y los asesores registrados, una protección a los inversores adecuada, una supervisión ajustada y un mercado con la suficiente liquidez en el que se potencien los inversores profesionales— que deben confluír para que el *puzzle* de estos mercados tenga una configuración satisfactoria.

Bibliografía

- Audretsch, D.B., Lehmann, E.E., 2005. *The effects of experience, ownership, and knowledge on IPO survival: Empirical evidence from Germany*. *Review of Accounting and Finance* 4, 13–33.
- Bassett, M., Koh, P.-S., Tutticci, I., 2007. *The association between employee stock option disclosures and corporate governance: Evidence from an enhanced disclosure regime*. *The British Accounting Review* 39, 303–322.
- Berry, T., Fields, L., Wilkins, M., 2006. *The interaction of multiple governance mechanisms in young newly public firms*. *Journal of Corporate Finance* 12, 449–466.
- Bertoni, F., Meoli, M., Vismara, S., 2014. *Board independence, ownership structure, and the valuation of IPOs in Continental Europe*. *Corporate Governance: An International Review* 22, 116–131.
- Benston, G., 1973. *Required disclosure and the stock market: An evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*. *American Economic Review* 63, 132–155.
- Bhattacharya, U., Borisov, A., Yu, X., 2015. *Firm mortality and natal financial care*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50, 61–88.
- Burhop, C., Chambers, D., Cheffins, B., 2014. *Regulating IPOs: Evidence from going public in London, 1900–1913*. *Explorations in Economic History* 51, 60–76.
- Cattaneo, M., Meoli, M., Vismara, S., 2014. *Financial regulation and IPOs: Evidence from the history of the Italian stock market*. *Journal of Corporate Finance* 31, 116–131.
- Chambers, D., Dimson, E., 2009. *IPO underpricing over the very long run*. *The Journal of Finance* 64, 1407–1443.
- Chistensen, J., Kent, P., Routledge, J., Stewart, J., 2010. *Are corporate governance recommendations relevant for small Australian listed companies?* Working paper in Gold Coast, Australian Bond University.
- Coffee, J., 1984. *Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system*. *Virginia Law Review* 70, 717–753.
- Cumming, D., Johan, S., 2013. *Listing standards and fraud*. *Managerial Decisions Economics* 34, 451–470.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., Kent, P., 2005. *Internal governance structures and earnings management*. *Accounting and Finance* 45, 241–267.
- De Angelo, L., 1981. *Auditor size and audit quality*. *Journal of Accounting and Economics* 3, 183–199.
- Espenlaub, S., Khurshed, A., Mohamed, A., 2012. *IPO Survival in a reputational market*. *Journal of Business Finance & Accounting* 39, 427–463.
- Fan, J., Wong, T., 2005. *Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia*. *Journal of Accounting Research* 43, 35–72.
- Farag, H., Mallin, C., Ow-Yong, K., 2014. *Governance, ownership structure and performance in AIM companies*. *Corporate Governance: An International Review* 22, 100–115.
- Finkle, T.A., 1998. *The relationship between boards of directors and initial public offerings in the biotechnology industry*. *Entrepreneurship Theory and Practice* 22, 5–29.

- Gallery, G., Cooper, E., Sweeting, J., 2008. *Corporate disclosure quality: Lessons from Australian companies on the impact of adopting International Financial Reporting Standards*. *Australian Accounting Review* 18, 257–273.
- Gerakos J., Lang M., Maffett M. (2013). Post-listing performance and private sector regulation: the experience of the AIM: Working paper no. 13-14, Chicago Booth [consultado 29 Jun 2015]. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1740809>
- Gordon, I.M., Hrazdil, K., Shapiro, D., 2012. *Corporate governance in publicly traded small firms: A study of Canadian venture exchange companies*. *Business Horizon* 55, 583–591.
- Jarrell, G., 1981. *The economic effects of federal regulation of the market for new security issues*. *Journal of Law Economics* 24, 613–675.
- Jenkinson T., Ramadorai T. (2010). Does One Size Fit All? The Consequences of Switching Markets with Different Regulatory Standards: Working Paper No. 212/2008. ECGI-Finance.
- Kay, J., Vickers, J., 1988. *Regulatory reform in Britain*. *Economic Policy* 7, 285–351.
- Kent, P., Stewart, J., 2008. *Corporate governance and disclosures on the transition to International Financial Reporting Standards*. *Accounting and Finance* 48, 649–671.
- Mallin, C.A., Ow-Yong, K., 1998. *Corporate Governance in small companies – Alternative investment market*. *Corporate Governance* 6, 224–232.
- Mallin C.A., Ow-Yong K. (2008). *Corporate Governance in Alternative Investment Market (AIM) Companies: Research Monograph* Published by the Institute of Chartered Accountants, Scotland.
- Mallin, C., Ow-Yong, K., 2010. *The UK alternative investment market – Ethical dimensions*. *Journal of Business Ethics* 95, 223–239.
- Mallin, C.A., Ow-Yong, K., 2012. *Factors influencing corporate governance disclosures in Alternative Investment Market (AIM) companies*. *European Journal of Finance* 18, 515–533.
- Mulherin, J.H., 2005. *Corporations, collective action and corporate governance: One size does not fit all*. *Public Choice* 124, 179–204.
- Mulherin, J.H., 2007. *Measuring the costs and benefits of regulation: Conceptual issues in securities markets*. *Journal of Corporate Finance* 13, 421–437.
- Neal, L., Davis, L., 2005. *The evolution of the rules and regulations of the first emerging markets: The London, New York, and Paris Stock Exchanges, 1792-1914*. *Quarterly Review of Economics and Finance* 45, 296–311.
- Palacín-Sánchez, M.J., Alonso Canales, F., 2015. *Financial forecasts on SMEs in IPOs: Fact or fiction?* *Universia Business Review* 4.º trimestre, 48, 118–151.
- Palmer, P., 2008. *Disclosure of the impacts of adopting Australian equivalents of International Financial Reporting Standards*. *Accounting and Finance* 48, 847–870.
- Pandes J.A., Robinson, M.J. (2013). *Effective Junior Equity Market Regulation: Working Paper in CFA Institute, Financial Analysts Journal, Schulich School of Business Symposium on Financial Public and Private Firms: Fraud, Ethics and Regulation*.
- Pandes, J.A., Robinson, M.J., 2014. *Is effective junior equity market regulation possible?* *Financial Analysts Journal* 70, 42–54.
- Parsa, S., Chong, G., Isismoya, E., 2007. *Disclosure of governance information by small and medium-sized companies*. *Corporate Governance* 7, 635–648.
- Pérez, J., 2015. *La relevancia de una regulación proporcionada en sus términos*. En: Pérez, J. (Ed.), *La regulación financiera: ¿solución o problema?* Fundación de Estudios Financieros, Madrid, pp. 21–32.
- Plastow, K., Gallery, G., Gallery, N., 2012. *Practices of smaller listed Australian companies*. *Corporate Ownership & Control* 10, 233–251.
- Prentice, R., 2002. *Whither securities regulations? Some behavioral observations regarding proposal for its future*. *Duke Law Journal* 51, 1399–1509.
- Rasch S. (1994). *Special stock market segments for small company shares in Europe – What went wrong?* Discussion Paper no. 94-13. Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim, Germany.
- Reddy, K., Locke, S., Scrimgeour, F., Gunasekarage, A., 2008. *Corporate governance practices of small cap companies and their financial performance: An empirical study in New Zealand*. *International Journal of Business Governance and Ethics* 4, 51–78.
- Santillán, I., Martínez-Pardo, R., 2015. *La regulación en los mercados de valores y su especificidad*. En: Pérez, J. (Ed.), *La regulación financiera: ¿solución o problema?* Fundación de Estudios Financieros, Madrid, pp. 125–135.
- Shaked, A., Sutton, J., 1981. *The self-regulating profession*. *Review of Economic Studies* 48, 217–234.
- Simon, C.J., 1989. *The effect of the 1933 Securities Act on investor information and the performance of new issues*. *American Economic Review* 79, 295–318.
- Stigler, G., 1964. *Public regulation of the securities markets*. *Journal of Business* 37, 117–142.
- Stringham, E., 2003. *The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam*. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 43, 321–344.
- Stringham, E., Boettke, P., Clark, J.R., 2008. *Are regulations the answer for emerging stock markets? Evidence from the Czech Republic and Poland*. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 48, 541–566.
- Stringham, E.P., Chen, I., 2012. *The alternative of private regulation: The London Stock Exchange's alternative investment markes as a model*. *Economic Affairs* 32, 37–43.
- Taking AIM, 2009. *Annual Survey 2009: The Big Picture*. Baker Tilly and Faegre & Benson, London.
- Teoh, S., Wong, T., 1993. *Perceived auditor quality and the earnings response coefficient*. *The Accounting Review* 68, 346–366.
- Vismara, S., Paleari, S., Ritter, J., 2012. *Europe's second markets for small companies*. *European Financial Management* 18, 352–388.
- Weber, J., Willenborg, M., 2003. *Do expert informational intermediaries add value? Evidence from auditors in microcap IPOs*. *Journal of Accounting Research* 41, 681–720.