



La regulación de los mercados alternativos bursátiles: ¿clave del éxito?

María José Palacín y Carmen Pérez-López
UNIVERSIDAD DE SEVILLA



El [MAB español](#) acaba de hacer público un nuevo Reglamento adaptado a la legislación aprobada recientemente

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 satisfactorios¹.

1. Introducción

Las grandes compañías han conseguido tradicionalmente financiación en las bolsas de valores, pero el reto era abrir este sistema a empresas con un menor tamaño (en adelante, 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 EEUU, 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.

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?”* (Pandey 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 las características básicas de los mismos: 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.

1. Artículo basado en el trabajo de Palacín-Sánchez y Pérez-López (2016): Los mercados alternativos bursátiles: una perspectiva regulatoria, Cuadernos de Economía (Spanish Journal of Economics and Finance) <http://dx.doi.org/10.1016/j.cesjef.2015.12.003>. En el mismo se puede consultar la bibliografía utilizada.



2. 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 que las posibilidades de regulación son extraordinariamente diversas y de muy diferentes grados. Cada una de ellas puede tener sus ventajas; menos regulación, por ejemplo, significa más flexibilidad, pero, sin embargo, también puede suponer menos eficiencia o incluso imponer barreras de entrada.

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, en su importante trabajo [Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System](#) (1986) 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 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. Santillán y Martínez-Pardo en su trabajo dentro del monográfico [La regulación financiera: ¿solución o problema?](#) (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 sobreacción 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 de 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 tres 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 peores resultados en cantidad y calidad; y, 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.

2.1. 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 ofertas públicas iniciales (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 Bens-ton (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 (1984) 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 sólo cuando fue empujado por las fuerzas del mercado.

Sin embargo, Burhop et al. (2014) argumentan a favor de los cambios regulatorios, mostrando como 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.

2.2. 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 USA, Canadá y UK, 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 fraudes. 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.

2.3. 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 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 Ámsterdam, 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*², 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: dos trabajos que sugieren que los mercados bursátiles han sido desarrollados exitosamente con escasa vigilancia gubernamental; y ocho 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) encuen-

1. Para ampliar información de este documento ver el libro [“Mitos bursátiles y burbujas financieras”](#) de Alvaro Garcia de la Rasilla, publicado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) en su web.

tran 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 sólo había habido cuatro casos de fraudes importantes; el mercado había atraído a una gran cantidad de inversión; y la tasa de supervivencia de las OPI es-

taba 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.

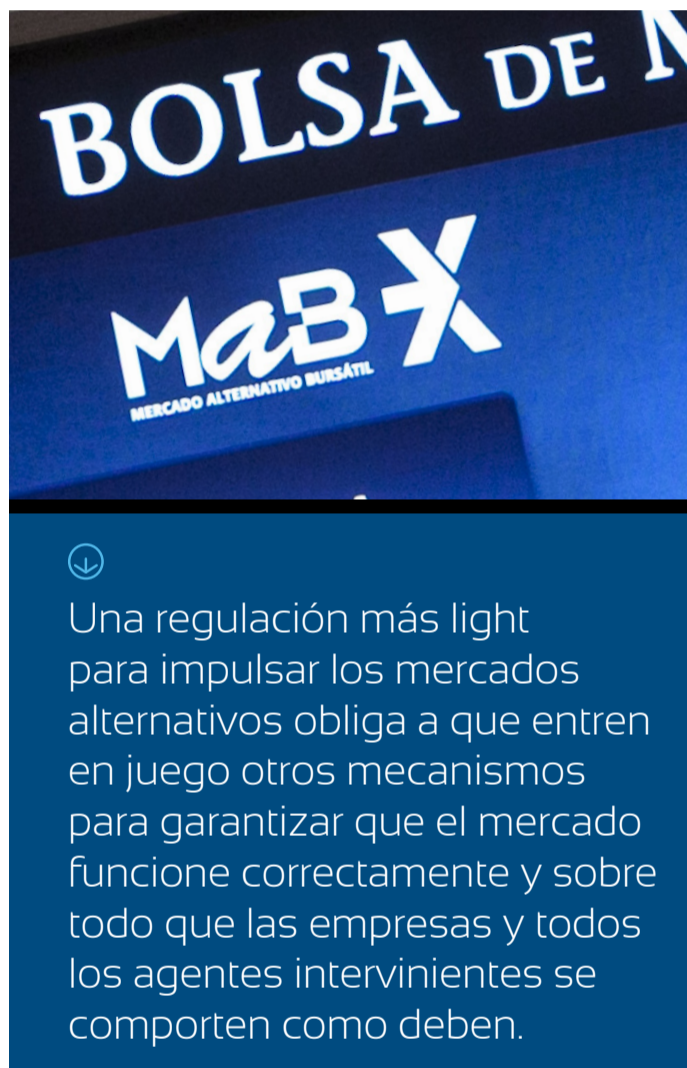
También en esta misma línea podemos señalar los siguientes trabajos que centran sus evidencias en diferentes ámbitos geográficos. Mulherin (2005, 2007) revisa la teoría económica de la regulación y examina la evidencia empírica sobre su aplicación a los cambios pasados y recientes en la regulación de 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 *Capital Pool Company*.





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.



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

Una regulación más *light* y con menos exigencias, fundamental para impulsar los mercados alternativos según lo analizado en el apartado anterior, 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 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.

3.1. 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. 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. Sin embargo, las PYME cotizadas en los mercados alternativos, normalmente, están exentas del cumplimiento de dicho Código, contando 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 y que han estado posteriormente en el centro de escándalos financieros o colapsos en dicho mercado, como por ejemplo, Sky Capital o Torex Retail.

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).

Aunque se han realizado algunos estudios al respecto, la evidencia empírica sobre el gobierno de las PYME que salen a cotizar es todavía muy escasa. Así, Finkle (1998) considera toda la población de empresas de biotecnología que salieron a cotizar en el mercado norteamericano de 1980 a 1994, buscando 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 el rendimiento financiero.

Christensen et al. (2010), usando una muestra de empresas australianas de capitalización micro, no encuentran una asociación entre los factores de gobierno de empresa y los resultados de la empresa y, 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 y encuentran que unas 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, que, por tanto, constituye 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. Estos autores encuentran una relación causal positiva entre el gobierno corporativo y el desempeño financiero de la empresa.

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 oferta pública inicial (OPI). Sobre una muestra de 969 empresas que salen a cotizar en la Europa continental en el período 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.

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).



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.

3.2. ASESOR REGISTRADO (NOMINATED ADVISOR)

El **asesor registrado**, que en inglés se denomina *Nominated Advisor* (NOMAD), 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.

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 no lo han percibido 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, pero si hubieran tenido una mala experiencia anterior con un particular NOMAD, analizarían muy cuidadosamente invertir en otras empresas asesoradas por él; 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 tres 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:

a) 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. 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.

b) 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 mer-

cados 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. 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.

c) 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 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 dos años) que aquellas respaldadas por otros NOMAD.

3.3. AUDITOR

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 dos 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 detec-



tar e informar sobre errores contables o incumplimientos. Siguiendo estos argumentos, las grandes auditoras cumplen una función de supervisión. En este sentido, 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 la misma.

Plastow et al. (2012), ya citados previamente, analizan, en una muestra de 298 empresas australianas de tamaño medio, las recomendaciones de gobierno corporativo seguidas, y 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) cuando analizan la rentabilidad post-salida a bolsa en mercados poco regulados como el AIM tienen en cuenta aparte de la ya mencionada calidad del NOMAD, la calidad de auditor de la empresa. Sus resultados sugieren que un auditor de calidad 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 y se asocia con un mejor rendimiento.

4. 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 los efectos de la misma.

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 la 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 la 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 como un adecuado comportamiento de las empresas y sus directivos,

una 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, deben confluir para que el puzzle de estos mercados tenga una configuración satisfactoria. **B**



Otros enlaces de información relacionada



"Nuevo Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)". Acceso a Nota de Prensa de BME.



"Guía de buenas prácticas de las entidades emisoras en el Mercado Alternativo Bursátil". MAB (BME)



¿Cómo es el Mercado Alternativo Bursátil en España?. Revista BOLSA. 2012



Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación. FEF. Papeles de la Fundación nº 45.



"Guía de buenas prácticas para Asesores Registrados". MAB (BME)



Los mercados alternativos bursátiles como instrumentos de financiación empresarial en España. Luis María Cazorla (UCM). Enero 2016



La debilidad estructural de la demanda de las pequeñas compañías cotizadas. Revista BOLSA. 2012