


## El papel de los mercados alternativos como herramientas que favorecen la financiación de las pymes y su sostenibilidad <sup>1</sup>

### The role of alternative markets as tools that favor the financing of SMEs and their sustainability

Álvarez-García, Begoña; Domínguez Martínez, Jaime

 Begoña Álvarez-García <sup>2</sup>  
begona.alvarez@udc.es  
Universidad A. Coruña, España  
Jaime Domínguez Martínez <sup>3</sup>  
Universidad A. Coruña, España

**Revista Estrategia Organizacional**  
Universidad Nacional Abierta y a Distancia, Colombia  
ISSN: 2339-3866  
ISSN-e: 2539-2786  
Periodicidad: Semestral  
vol. 10, núm. 2, 2021  
revista.ecacen@unad.edu.co

Recepción: 01 Febrero 2021  
Revisado: 01 Marzo 2021  
Aprobación: 03 Mayo 2021

URL: <http://portal.amelica.org/ameli/jatsRepo/133/1332250007/index.html>

Autor de correspondencia: begona.alvarez@udc.es



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional.

**Resumen:** Las pequeñas y medianas empresas (pymes) tienen mayores dificultades que las grandes para obtener financiación, lo cual afecta su capacidad de crecimiento y sostenibilidad. En este contexto, surgen los mercados alternativos como mercados no oficiales que están orientados a las pymes y que buscan ayudar a satisfacer sus necesidades de financiación. En este artículo se analizan los antecedentes de estos mercados, las principales figuras que los integran y su clasificación, atendiendo al arquetipo de regulación que adoptan. Asimismo, se explica cuáles son los problemas que en la actualidad tienen estos mercados y se aportan diversas posibles soluciones. Por último, se estudia cuál ha sido la evolución de los mercados alternativos en el mundo, prestando especial atención a Norteamérica, Europa Occidental y Asia Oriental.

**Palabras clave:** financiación pymes, mercados alternativos, AIM, BME Growth.

**Abstract:** Small and medium-sized enterprises (SMEs) have greater difficulties than large ones to obtain financing, which affects their capacity for growth and sustainability. In this context, alternative markets emerge as unofficial markets that are oriented to SMEs and that seek to help meet their financing needs. This article analyzes the antecedents of these markets, the main figures that comprise them and their classification, taking into account the archetype of regulation that they adopt. Likewise, it explains what are the problems that these markets currently have and various possible solutions are provided. Finally, the evolution of alternative markets in the world is studied, paying special attention to North America, Western Europe and East Asia.

**Keywords:** SME financing, alternative markets, AIM, BME Growth.

#### NOTAS DE AUTOR

<sup>2</sup> Departamento de Empresa, Universidade da Coruña, España. Contacto: begona.alvarez@udc.es

<sup>3</sup> Departamento de Empresa, Universidade da Coruña, España.

begona.alvarez@udc.es

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) desempeñan un rol fundamental en la economía mundial. Así, por ejemplo, en el caso de la Unión Europea (UE), las pymes conforman el 99 % de todos los negocios existentes, emplean a 2 de cada 3 trabajadores y su valor añadido bruto (VAB) se acerca a los 3/5 del total generado en el sector empresarial no financiero (Abeal, Álvarez y Boedo, 2020). Sin embargo, las pymes se enfrentan a diversos problemas. En una encuesta realizada por el Banco Central Europeo a las pymes de la eurozona, se señaló que los principales problemas que afrontan estas son: la búsqueda de clientes (28 %), el acceso a la financiación (17 %), el nivel de competencia (14 %), la búsqueda de personal cualificado (9 %), los costes de producción y mano de obra (9 %), la regulación (5 %) y otros (14 %) (BCE, 2009). Como se observa, el acceso a la financiación es el segundo problema que más preocupa porque afecta de una forma más grave a las pymes que a las grandes empresas. Esto es consecuencia de la propia naturaleza de las pymes, ya que son, por regla general, empresas jóvenes, informales, y en algunos casos dedicadas a sectores o actividades nuevas y punteras, lo que lleva aparejado un mayor riesgo y asimetrías de información. A esto hay que sumar el hecho de que muchas empresas desconocen la existencia de fuentes de financiación alternativas a los préstamos bancarios. En consecuencia, para obtener financiación las pymes recurren principalmente a la reinversión de beneficios o a los préstamos bancarios (Kaousar y Wehinger, 2015). De estas dos posibilidades, los bancos constituyen la principal fuente de financiación de las pymes en la Unión Europea y en Estados Unidos (Akala, 2019).

Esa dependencia bancaria puede acarrear graves problemas para las pymes. Especialmente en momentos en los que la banca tiene dificultades y cierra el grifo de la financiación, y esto es precisamente lo que sucedió con la crisis financiera global que se inició en el año 2008. La crisis financiera de 2008 se extendió rápidamente por todo el globo y, entre otras consecuencias, provocó un aumento en la necesidad de financiación mundial de las pymes, que fue valorada para el año 2011 entre los 900.000 millones y 1,1 billones de dólares en los países en vías de desarrollo (Álvarez de la Campa, 2013). Los requisitos para poder acceder a la financiación bancaria también se endurecieron en el caso de las economías desarrolladas con la implementación de Basilea III, lo que aumentó las dificultades de las pymes para poder acceder a este tipo de financiación (OICV- IOSCO, 2015). Así, el porcentaje de créditos bancarios rechazados se incrementó en EE. UU. y Europa en 2,5 veces con respecto a los niveles previos a la crisis (Sannajust, 2014).

Se cree que las pymes han sido las empresas más afectadas con la crisis, al enfrentarse a un mayor número de dificultades para acceder al crédito bancario, asumir un coste sobre la deuda proporcionalmente mayor y no conseguir acceder a otros medios de financiación (Abeal, Álvarez y Boedo, 2020). En este sentido, se han tratado de desarrollar nuevas fuentes de financiación para las pymes, entre las que se encuentran los mercados alternativos.

Los mercados alternativos serán el objeto de análisis de este artículo, que se organiza del siguiente modo: en el apartado 2 se presentan las características y antecedentes de estos mercados, sus principales integrantes y su clasificación, atendiendo al arquetipo de regulación que adopten. En el apartado 3 se explica cuáles son sus principales problemas y en el apartado 4 se presentan posibles soluciones. En el apartado 5 se analiza cuál ha sido la evolución de los mercados alternativos, centrándonos en tres grandes regiones: Norteamérica, Europa Occidental y Asia Oriental. En el apartado 6 se presentan las principales conclusiones y, finalmente, las referencias consultadas para la elaboración del artículo.

## LOS MERCADOS ALTERNATIVOS

### Características y antecedentes

Los mercados alternativos son mercados financieros no oficiales orientados a la compraventa de instrumentos de renta fija o variable, en los que las empresas emisoras son pymes. Poseen un sistema de negociación organizado, se encuentran tutelados por organismos con experiencia y los inversores a los que se dirigen pueden ser tanto institucionales como minoristas. Además, poseen unos regímenes de contratación, información y costes adaptados a las pymes, a la vez que una regulación más sencilla que los mercados principales oficiales (Pérez y Palacín, 2009). De las dos modalidades señaladas (renta fija y renta variable), nos centraremos en los mercados alternativos de renta variable, pues poseen una mayor implementación mundial y un mayor número de participantes.

La aparición de los mercados alternativos es relativamente reciente, pues treinta y cinco de los cuarenta y dos mercados alternativos que formaban parte de la World Federation of Exchanges (WFE), en 2018, fueron creados entre 1990 y 2018 (WFE, 2019). En concreto, siete se establecieron en la década de 1990, diez entre los años 2000 y 2007 y dieciocho entre los años 2008 y 2018.

El antecedente de los mercados alternativos actuales lo encontramos en los denominados mercados de segundo nivel. Estos eran unos segmentos especiales de los mercados de renta variable orientados a las pequeñas empresas, de manera que poseían unos requisitos regulatorios más laxos y unos costes más bajos que los mercados principales (Bannock y Doran, 2020). Estaban dirigidos por el mismo personal que administraba los mercados principales, lo que acabó provocando que sus directores se centrasen de una forma primordial en estos últimos y relegasen a un segundo plano a los mercados de segundo nivel, pues aquellos suponían una mayor fuente de ingresos y prestigio. De todos estos, los mercados más notables fueron: Mercato Ristretto (Italia), Second Marche (Francia), Officieel Parallel Markt (Holanda) y Unlisted Securities Market (Reino Unido).

### *Integrantes*

Para el correcto desarrollo y desempeño de los mercados alternativos es necesario que exista una participación activa de todos sus integrantes, entre los que podemos destacar: las empresas emisoras, los inversores, los asesores registrados, los proveedores de liquidez, el operador del mercado de valores, las agencias de comunicación, los brokers, los auditores y toda clase de asesores. A continuación se hará referencia a las figuras más características de los mercados alternativos que, por ello, son objeto de análisis más detallado. Es decir, los inversores, los asesores registrados y los proveedores de liquidez.

Con relación a los inversores, cabe señalar que los mercados alternativos se dirigen tanto a inversores institucionales como minoristas (tabla 1).

TABLA 1  
Distribución de inversores en diferentes mercados alternativos

| Mercado         | Inversores nacionales |                 | Inversores extranjeros |
|-----------------|-----------------------|-----------------|------------------------|
|                 | Minoristas            | Institucionales | Institucionales        |
| AIM             | 39 %                  | 39 %            | 21%                    |
| Euronext Growth | 70 %                  |                 | 30%                    |
| First North     | 81%                   | 19%             |                        |
| KOSDAQ          | 87,7%                 | 5,4%            | 5,9%                   |
| ChiNext         | 70 %                  |                 | 30 %                   |
| NewConnect      | 85,5%                 | 9,5 %           | 5 %                    |

Elaboración propia a partir de ECSIP (2013) y WFE (2016).

Algunos ejemplos de mercados que se dirigen prioritariamente a inversores minoristas son el mercado KOSDAQ (Corea del Sur), el BSE SME (India), el ChiNext (China) o el First North (agrupación de diferentes países nórdicos europeos). Un ejemplo de mercado en el que predominan los inversores institucionales es Euronext Growth (agrupación de diferentes países europeos occidentales) (WFE, 2016). Un ejemplo de mercado en el que el peso de los inversores institucionales y minoristas es muy similar es el Alternative Investment Market (AIM) de Londres. Como se observa en la tabla 1, en todos ellos predominan los inversores nacionales sobre los extranjeros, al existir menores asimetrías de información.

Con relación a los asesores registrados son intermediarios autorizados por el operador del mercado de valores, cuya actuación consiste en valorar la idoneidad de las empresas que quieren acceder a los mercados alternativos y, una vez se han incorporado, las acompañan y asisten durante su permanencia (MaB). Desempeñan un papel esencial en el buen funcionamiento de los mercados alternativos, pues no solo preparan y aconsejan a las empresas antes de salir a bolsa, sino que esta relación se mantiene una vez que la empresa ya está cotizando. Con su actuación reducen el mayor riesgo inherente de este tipo de mercados, derivado de la propia naturaleza de las pymes y de los requisitos de entrada más flexibles. De esta manera, el asesor registrado asume un alto nivel de responsabilidad por la calidad de las empresas que comienzan a cotizar y por su posterior desempeño. Tienen su origen en los Nominated Advisors (Nomads), figura originaria del mercado AIM y que, debido a su éxito, fue replicada en la mayoría de los mercados alternativos. Esta figura no funciona de la misma manera (o tiene las mismas atribuciones) en todos los mercados. Sin embargo, podemos destacar tres competencias comunes en todos ellos: estudiar la idoneidad de las empresas que van a empezar a operar en el mercado, corroborando que cumplen los requisitos exigidos, 2) preparar y asesorar a la empresa antes de su salida al mercado, durante esta y una vez se encuentra cotizando y 3) informar en todo momento a las empresas respecto a las obligaciones que asumen al incorporarse al mercado. Las diferencias existentes entre los asesores registrados de un mercado y los de otro vendrán determinadas por las funciones y competencias que les hayan atribuido los operadores de los mercados. No obstante, muchas diferencias se derivarán del modelo de mercado ante el que nos encontremos.

En el AIM, al no existir unos requisitos de entrada específicos que las empresas deban cumplir, será el Nomad quien decida sobre la idoneidad de las empresas que van a unirse al mercado, por lo que ostentará cierto poder discrecional, aunque, en última instancia, será el operador del mercado de valores quien acepte o no a la empresa. Mallin y Ow-Yong (2010) realizaron un estudio sobre la figura e implicaciones del asesor registrado en el AIM y descubrieron:

- Experiencias contrarias en las empresas respecto a su Nomad, pues no todos ellos les prestaron el apoyo y asesoramiento debido. No obstante, la mayoría de los Nomad sí realizaron sus actividades con la diligencia debida.

- Escaso interés por parte de los inversores institucionales respecto a quien es el Nomad de las empresas, salvo que previamente hayan tenido malas experiencias con ellos.
- Mayor énfasis en el papel de corretaje que en el de asesor, cuando el Nomad es a su vez el bróker de la compañía.

En un estudio anterior, estos mismos autores concluyeron que el cumplimiento de las normas de buen gobierno dependía de la firma que asesorase a las empresas (Mallin y Ow-Yong, 1998). En esta línea de trabajo, Espenlaub, Kurshed y Mohamed (2012) afirman que la supervivencia de las empresas que salen a bolsa se ve favorecida cuando los asesores registrados son reputados. Asimismo, Gerakos, Lang y Maffet (2013) afirman que los resultados anteriores del Nomad tienen una relación positiva y significativa con respecto a la rentabilidad posterior a la salida a bolsa. Así, los Nomad con buenas experiencias traen al mercado empresas con mejores rendimientos.

Con respecto a los pro veedores de liquidez, cabe señalar que son empresas de servicios de inversión o entidades de crédito con las que las empresas cotizadas firman un contrato de liquidez, esto es, un contrato en virtud del cual la parte contratada (proveedor de liquidez) realiza operaciones de compra y venta de las acciones de la parte contratante (empresa emisora) con el objetivo de dotarlas de liquidez (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2019). Por tanto, esta figura trata de reducir el riesgo de liquidez en el mercado secundario, un riesgo que no preocupa especialmente a las empresas, pero sí a los inversores y a los propios mercados (WFE, 2016), pues cuanto mayor sea la liquidez del mercado, menores dificultades poseerán los inversores para entrar o salir de él.

### *Tipología de los mercados en función del arquetipo de regulación*

Los mercados pueden clasificarse en dos modelos bien diferenciados, atendiendo al arquetipo de regulación adoptado: por un lado se encuentra el mercado regulado o “rules-based”, del que el Nasdaq Small Cap Market (EE. UU.) es el mayor exponente y, por otro, se encuentra el mercado desregulado o “principles-based”, cuyo mayor exponente es el AIM (Granier, Revest y Sapio, 2019). La distinción en el arquetipo de regulación adoptado puede referirse a la forma y los requisitos requeridos para poder cotizar en el mercado o a las obligaciones que adquieren las compañías una vez están operando. Respecto de estas últimas obligaciones, tenemos que distinguir, por un lado, las obligaciones de información periódica, referidas a la publicación de los estados financieros y, por el otro lado, las obligaciones de información relevante, en las que se incluye toda aquella información que puede afectar positiva o negativamente a la cotización de las acciones (Yang, 2013). Las primeras siguen el modelo basado en reglas (Rousseau, 2007), mientras que, en las segundas, la mayoría de los mercados se inclina por adoptar el modelo basado en principios (Yang, 2013).

El modelo basado en reglas se caracteriza por la existencia de una regulación específica, concreta y particular, creada ex ante (Granier, Revest y Sapio, 2019). Por tanto, en los mercados que siguen este modelo, los criterios de adhesión y de publicación de información son anteriores al acceso de la compañía al mercado y deben ser cumplidos objetivamente. Por el contrario, el modelo basado en principios es un modelo más flexible en el que no se establecen unos requerimientos específicos para entrar en el mercado (Rousseau, 2007), sino que dependen de la existencia de una figura específica, el asesor registrado, que actuará como una barrera frente a la entrada de nuevas empresas al decidir sobre su idoneidad para acceder al mismo. Con respecto a las obligaciones de información relevante se suele adoptar este modelo, sin perjuicio de que existan supuestos tasados o ejemplificativos (Yang, 2013). Por ejemplo, en el mercado alternativo de renta variable español, BME Growth, queda al arbitrio de la sociedad determinar el carácter privilegiado de la información y, si presenta este carácter, la información deberá ser publicada en un hecho relevante.

No todos los mercados pueden encuadrarse completamente en uno de los dos modelos, sino que la mayoría de ellos siguen un modelo mixto con una predominancia de uno u otro. En el caso de Euronext Growth y

otros mercados europeos como BME Growth, su inclinación es mayor hacia el modelo basado en principios; mientras que los mercados japoneses y el TSXV se aproximan más al modelo basado en reglas (Granier, Revest y Sapio, 2019).

## PROBLEMAS DE LOS MERCADOS ALTERNATIVOS

Los mercados alternativos tienen problemas que incluso pueden provocar su desaparición. Algunos de esos problemas son la falta de liquidez, la incertidumbre sobre el curso de la empresa, los posibles fraudes, una regulación extremadamente laxa o asfixiante, etc. No obstante, todos ellos pueden ser reconducidos a tres tipos de riesgo: el riesgo de mercado, el riesgo de agencia y el riesgo de liquidez (Pandes y Robinson, 2014). Estos afectan a todos los mercados bursátiles y no son exclusivos de los mercados alternativos, pero su intensidad se ve incrementada por las características de las pymes y de estos mercados.

El riesgo de mercado hace referencia a la posible alteración de los precios y activos de una empresa como consecuencia de la incertidumbre que rodea su futuro. A mayor riesgo, habrá mayor volatilidad. Este problema es más acuciante en los mercados alternativos como consecuencia de estas circunstancias: 1) las empresas participantes suelen encontrarse en sus primeras fases de vida, lo que deriva en una mayor proporción de activos intangibles que dificulta la valoración de la empresa; asimismo los sectores o actividades a los que se dedican suelen ser más novedosos, lo que incrementa la incertidumbre respecto a su futuro, 2) la mayor complejidad en la organización de la estructura del mercado como consecuencia de la escasa liquidez de los valores y 3) la mayor dificultad a la hora de evaluar el rendimiento de las empresas derivada de su menor transparencia (Palacín y López, 2016).

El riesgo de agencia se puede definir como la asimetría de información existente entre gestores e inversores que da lugar a una actuación oportunista por parte de los primeros. Se puede agravar por dos hechos (Carpentier y Suret, 2018): 1) por el incremento en el número de empresas de baja calidad o que presentan pérdidas y 2) por la presencia de inversores minoristas, que pueden actuar de forma irracional, ser inexpertos o carecer de toda la información que poseen los inversores institucionales. Estas altas asimetrías de información pueden derivar en comportamientos oportunistas por parte de las empresas, ya que tienen incentivos a exagerar sus actuaciones y perspectivas de futuro (Black, 2001), además de ofrecer malos proyectos o bien sobrevalorarlos (Mahoney, 1995). En esta línea de trabajo, Palacín y Canales (2015) descubrieron que los directivos de las empresas cotizadas en el BME Growth fueron muy optimistas al estimar las futuras ganancias de las empresas. Sin embargo, dado que muchas veces los inversores minoristas no son capaces de discernir la calidad de las empresas, ofrecerán precios bajos que reflejen la baja calidad media de las empresas (Akerlof, 1970), lo que derivará en que las compañías de calidad acudan a otras fuentes de financiación. Un mercado con estas características tiende a desaparecer. En consecuencia, autores como Black (2001) o La Porta, López y Shleifer (2006) sostienen que es indispensable para el buen funcionamiento de los mercados una fuerte regulación y unos requisitos de acceso estrictos.

La liquidez de un mercado puede ser definida como la facilidad y velocidad con la que se pueden ejecutar operaciones de gran tamaño, sin que apenas varíe el precio (Baena, 2008). Por tanto, el riesgo de liquidez hace referencia a las probabilidades de que en un mercado las operaciones se realicen de forma lenta, costosa y con volatilidad. Pese a que los mercados alternativos tuvieron inicialmente éxito, pronto comenzaron a padecer problemas de liquidez (Rasch, 1994), llegando a aceptarse de manera generalizada que padecen bajos niveles de liquidez (WFE, 2016). Entre sus causas, podemos destacar dos:

- El pequeño tamaño de las empresas, lo que conlleva una baja capitalización que, a su vez, se traduce en un menor número de títulos. Este hecho se agrava cuando el capital flotante mínimo requerido para cotizar en los mercados alternativos es inferior al de los mercados principales o bien es inexistente.

- La priorización de inversores institucionales a la hora de colocar las Ofertas Públicas Iniciales (OPI), lo que genera un número de participantes en el mercado insuficiente para garantizar su desarrollo óptimo. Esto sucede en los mercados con una fuerte presencia de inversores institucionales, como puede ser Euronext Growth. (Palacín y Pérez, 2016).

## POSIBLES SOLUCIONES

Podría pensarse que una mayor regulación, así como la equiparación de las reglas con las de los mercados principales, permitiría solventar los problemas señalados, además de fomentar una mayor seguridad. Sin embargo, esto supondría eliminar y reducir drásticamente la flexibilidad de estos mercados, así como su eficacia. Por ello, diferentes autores sostienen que es necesario regular los mercados con límite en la eficacia y apelan a la fuerza de mercado como la garante de esta eficacia (Mulherin, 2005, 2007; Chambers y Dimson, 2009; Pandes y Robinson, 2014). Para impulsar los mercados alternativos es necesario que la regulación sea sencilla, proporcionada y de fácil comprensión (Palacín y López, 2016). No obstante, esta regulación más laxa obliga a crear una serie de mecanismos orientados a garantizar el buen funcionamiento del mercado, de manera que resuelvan o reduzcan los riesgos anteriormente mencionados. Entre estos mecanismos de control, se consideran fundamentales los siguientes: el gobierno corporativo (de carácter interno), el asesor registrado y el auditor (de carácter externo).

El gobierno corporativo puede ser definido como el conjunto de normas, procesos y principios dirigidos a establecer la estructura y funcionamiento de los órganos de gobierno de una empresa, distribuyendo los derechos y responsabilidades entre los participantes de la organización, así como las normas y procesos para la toma de decisiones. La adopción de un código de buen gobierno es de carácter obligatorio para las empresas cotizadas en la mayoría de los mercados principales. No obstante, en los mercados alternativos nos encontramos con situaciones dispares. Por ejemplo, en el caso del BSE SME, del KOSDAQ o del ChiNext, los requisitos de gobierno corporativo son iguales a los del mercado principal, debido, primordialmente, al gran número de inversores minoristas. En el caso de Euronext Growth el informe de control interno y buen gobierno corporativo no es obligatorio, pero sí recomendable.

En la misma línea se sitúa el AIM, en el que no se establecen unos requisitos específicos de gobierno corporativo, de manera que, por ejemplo, no se exige que haya directivos independientes o auditorías sobre el consejo de administración. Sin embargo, se les recomienda seguir las prácticas establecidas en la guía Quoted Companies Alliance Guidelines. Además, una de las obligaciones del asesor registrado en estos mercados será la de aconsejar a las empresas sobre las prácticas de gobierno corporativo que deben adoptar, ya que está entre sus deberes la protección de la reputación del mercado. No obstante, Mallin y Ow-Yong (2008) descubrieron que las empresas del AIM establecen menos prácticas de gobierno corporativo que las recomendadas en la Quoted Companies Alliance (QCA), lo que coincide con la encuesta realizada en Taking AIM (2009), en la cual se muestra que el 58 % de los inversores institucionales consideraba que las prácticas existentes no eran lo suficientemente buenas (Taking AIM, 2009). Por último, se mencionan algunos de los estudios realizados sobre este mecanismo de control. Bertoni, Meoli y Vismira (2014) consideran que, a la hora de valorar una OPI, el gobierno corporativo es un factor esencial. Farag, Mallin y Ow-yong (2014) descubren una relación causal positiva entre el gobierno corporativo y el rendimiento financiero. En esta misma línea, Reddy, Locke, Scrimgeour y Gunasekarage (2008) encuentran una asociación positiva entre el rendimiento financiero y la existencia de un comité de auditoría y la independencia en el consejo de administración. Finalmente, Mallin y Ow-yong (1998) indican que el gobierno corporativo se ve favorecido por dos factores: el hecho de que el Nomad también desempeñe el papel de bróker y el hecho de que la empresa vuelva a realizar alguna emisión de capital en el mercado.

El auditor es la figura que se encarga de revisar, examinar y evaluar de manera objetiva la información económica emitida por una empresa, así como de establecer cuál es la situación económica y patrimonial de

la misma. Reduce el riesgo de agencia al emitir un juicio de valor objetivo sobre la empresa y, por ende, las asimetrías de información. Asimismo, disminuye el riesgo de mercado debido a que conoce cuál ha sido y cuál es la situación de la empresa, lo que le permitirá esbozar su futuro. En relación con la literatura previa, De Angelo (1981) descubrió la existencia de una relación positiva entre el tamaño de la empresa auditora y la calidad de la auditoría. En esta línea se encuentra el trabajo de Gerakos, Lang y Maffet, (2013), quienes encontraron una mayor rentabilidad en las empresas del AIM que eran auditadas por una de las Big Four. Por último, Plastow, et al. (2012) afirman que cuando la auditora es de calidad las empresas auditadas adoptan un mejor gobierno corporativo.

## LOS MERCADOS ALTERNATIVOS EN EL MUNDO

Desde la creación de los mercados alternativos, el número de empresas integrantes no ha hecho más que aumentar de forma global. En la figura 1 se puede observar que el número de sociedades cotizadas ascendió desde las 5000 en el año 2002 hasta cerca de las 9000 en el año 2015. Esto supone un incremento del 91,5 %. Otro dato especialmente relevante es el fuerte aumento de la capitalización del mercado. Sin embargo, los mercados alternativos no han evolucionado de la misma manera en los distintos países del mundo, sino que podemos distinguir tres regiones con distintos comportamientos: América, EMEA (Europa, Oriente Medio y África) y Asia-Oceanía.

Los datos de la figura 1, pertenecientes a América, se corresponden, en su inmensa mayoría, con datos procedentes de los mercados NYSE American (EE. UU.) y TSXV, ya que de las 2472 sociedades emisoras en 2015, 262 (10,59 %) correspondían al NYSE y 2033 (82,24 %) al TSXV.

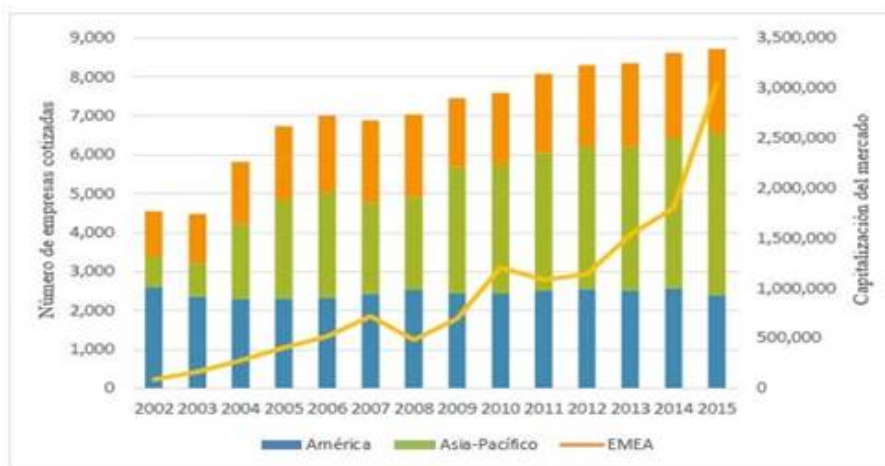


FIGURA 1  
 Número total de empresas integrantes de los mercados alternativos de la WFE y capitalización total (millones de dólares) WFE (2017).

En la figura 1 se observa que América es la única de las tres regiones en la que no aumenta el número de compañías cotizadas, sino que se mantiene estable e incluso se produce un ligero descenso. Las dos principales razones que pueden explicar el descenso del número de compañías integrantes en esos mercados bursátiles son dos:

- Un declive en el número de empresas que deciden acceder al mercado, ya sea a través de ofertas públicas iniciales (OPS) o por otros medios (como las ofertas privadas de capital).



- Un incremento en el número de compañías que abandonan los mercados, ya sea por el cierre, desaparición o fallo de las empresas; por iniciativa propia para convertirse en una empresa privada o como consecuencia de una fusión o adquisición.

Entre las razones que parecen explicar el declive en el número de empresas que deciden acceder a los mercados alternativos en América, podemos reseñar las siguientes:

- La normativa “one-size fits all”, que provocó un aumento de los costes para las pymes, una reducción en la cantidad de información disponible para los inversores y una mayor rentabilidad en las inversiones realizadas en los mercados principales (ITF, 2011). Un ejemplo de este tipo de regulación es la Ley Sarbanes-Oxley, aprobada en el año 2002 en EE.UU., para mejorar la transparencia, contabilidad y control interno de las empresas cotizadas (The Sarbanes-Oxley Act, 2002). Su cumplimiento es obligatorio para todas las empresas cotizadas, ya sean grandes o pymes, lo que supone un incremento de los costes de estas últimas. En concreto, el cumplimiento de la sección 404 de la Ley, relativa al control interno de la sociedad, supone unos gastos del 2,55 % del total de los ingresos obtenidos por las compañías cuya capitalización es inferior a los cien millones de dólares, mientras que si su capitalización es superior a este importe, el porcentaje del coste es inferior al 0,53 % (SEC, 2006).
- La disminución del rendimiento de las pymes cotizadas, derivada de la adquisición realizada por las grandes empresas sobre las pymes de calidad (Carpentier y Suret, 2018). Esto ha supuesto una menor rentabilidad para los inversores, lo que los ha incentivado a abandonar el mercado.
- El aumento en el número de fuentes alternativas de financiación, como los business angels y las empresas de capital riesgo (Magnan y Campbell, 2014).

En el caso de la región EMEA (Europa, Oriente Medio y África) destaca la Europa Nórdica y Occidental. Así, de las 2080 empresas integrantes de los mercados alternativos pertenecientes a la WFE, a finales de 2015, 1869 lo hacían en estas regiones. En particular, 1044 sociedades pertenecían al AIM (50,19 %), 216 al First North (10,38 %), 200 a Euronext Growth (9,62 %) y 158 al Scale Börse (7,6 %). En esta región el número de compañías cotizadas se incrementó hasta aproximadamente el año 2007, en los años posteriores a la crisis se redujo ligeramente y, finalmente, se mantiene estable tras haber recuperado los niveles de 2007.

En el caso de Asia y Oceanía, el protagonismo lo tienen los países del este asiático, pues de las más de 4000 empresas que cotizaban en los mercados alternativos integrantes de la WFE en el año 2015, 1152 lo hacían en el KOSDAQ (Corea del Sur), 792 y 221 en el JASDAQ y en el Mothers (Japón), 492 en el ChiNext (China), 222 en el Growth Enterprise Market (Hong Kong), 172 en el SGX Catalist (Singapur), 122 en el MAI (Tailandia), 119 en el SME BSE (India) y 109 en el ACE Market (Malasia). El número de empresas cotizadas durante las últimas décadas en esos mercados se incrementó de forma constante, pasando de menos del millar en el año 2002, a más de 4000 empresas en el 2015. Desde entonces este número ha seguido incrementándose. En esta región, en contraste con la tendencia imperante durante las últimas décadas en Norteamérica y en Europa occidental, no se ha producido una reducción en el número de OPI. Es más, durante las últimas décadas su número se ha incrementado de forma notable, lo que ha derivado en que sea Asia la principal región del globo donde más OPI se realizan. Asimismo, la capitalización de sus empresas, con respecto al total global, pasó de representar el 20 % en el 2000 al 45 % en el 2017. Este auge del capital asiático se produjo a la vez que disminuía la hegemonía americana y europea (OCDE, 2018).

## CONCLUSIONES

Tal y como se ha mostrado en este artículo hay grandes diferencias en los distintos mercados alternativos que se han puesto en funcionamiento en el mundo. Algunas de las diferencias están relacionadas con el tamaño

de las empresas emisoras, el sector al que pertenecen, la clase de inversores prioritariamente que integran el mercado, etc.; también tiene importancia para el funcionamiento del mercado el modelo que adopte con relación al arquetipo de regulación. Esta heterogeneidad da lugar a que los problemas que tienen los mercados alternativos sean diferentes entre sí, al igual que la importancia que estos presentan. Sin embargo, todos ellos pueden ser clasificados en tres tipos principales de riesgos (riesgo de mercado, de agencia o de liquidez) que han tratado de solucionarse, o al menos mitigarse, a través del establecimiento de unos requisitos rigurosos para poder acceder al mercado, así como las recomendaciones de gobierno corporativo, las figuras del asesor registrado y de los proveedores de liquidez, entre otros.

Los beneficios que obtienen las empresas emisoras por participar en los mercados alternativos son numerosos y no vienen únicamente dados por la obtención de financiación a través de estos mercados, sino que también mejoran su posición para adquirir otros tipos de financiación, su prestigio y notoriedad, su transparencia, etc. No obstante, los costes asociados con la participación en los mercados alternativos también son elevados y, proporcionalmente, más costosos para las empresas a medida que su tamaño se reduce, por lo que su reducción se convierte en una necesidad imperiosa, al igual que facilitar y reducir las obligaciones que deben cumplir las empresas para mantenerse en el mercado.

La evolución de los mercados alternativos, a lo largo y ancho del globo, también ha sido diferente. Por ejemplo, en Norteamérica el apogeo de los mercados alternativos se produjo durante las dos últimas décadas del siglo XX, mientras que en Europa Occidental se produjo durante la primera década y los primeros años de la segunda del presente milenio. A pesar de este apogeo, actualmente se encuentran estancados, en términos generales. Esta es la situación en la que están tanto el TSXV como el AIM. El número de empresas que ha accedido a estos mercados durante los últimos años se ha reducido drásticamente, a la vez que se mantenía constante o descendía en una menor proporción el número de empresas que los abandonaban, lo que ha derivado en una disminución sustancial en la cantidad de sociedades que operan en estos mercados en la actualidad. Entre las principales razones que justifican esta situación podemos destacar el aumento en el número de fusiones y adquisiciones, la aparición de la normativa “one-size fits all” y la aparición de nuevas fuentes de financiación como los business angels y el crowdfunding. Asimismo, podemos destacar el aumento del tamaño, tanto de las empresas que comienzan a cotizar en estos mercados, como de las ya cotizadas.

Esta situación contrasta con la evolución de los mercados alternativos de los países del este asiático. En ellos, entre los que podemos destacar el Mothers, puede observarse un incremento notable en el número de empresas participantes, gracias al aumento en el número de empresas que han decidido acceder a los mercados alternativos, como al bajo porcentaje en el número de empresas que los abandonan. Desconocemos cuáles son las razones que han motivado el éxito de los mercados alternativos asiáticos y por qué no se ven afectadas por el estancamiento de Occidente. Por ello, consideramos que un análisis detallado sobre el tema sería interesante per se, además de poder dar una solución a los problemas presentes en los mercados occidentales. No obstante lo anterior, no podemos olvidar que no existe un modelo fijo que garantice el éxito de los mercados alternativos, sino que los modelos y las medidas a adoptar dependerán de las circunstancias, factores y particularidades que caractericen a cada mercado.

## REFERENCIAS

- Abeal, J., Álvarez, B. y Boedo, L. (2020). Are the new sources for financing SMEs a reality or a chimera? The spanish case study. Álvarez, B y Abeal, J. (Edits.). *Emerging Tools and Strategies for Financial Management* (pp. 106- 130). Business Science Reference.
- Akala, I. (2019). Comparison of the European and the U.S. unregulated stock markets designed for SMEs. *The International Journal of Business and Finance Research*, 13(1), 85-102.
- Akerlof, G. (1970). The market for “lemons”: quality uncertainty and the market and mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*. 84, 488-500.

- Alvarez de la Campa, A. (2013). *Secured Transactions and Collateral Registries Program*. Presentation at IFC Conference, San Jose, Costa Rica.
- Baena Tovar (2008). *La liquidez en los mercados financieros: repercusiones de la crisis crediticia*. Comisión Nacional del Mercado de Valores. <https://n9.cl/ip5tu>
- Bannock, G. y Doran, A. (2020). *European second-tier markets for NTBFs: A study carried out for the European Commission DGXIII-D4*. Graham Bannock & Partners, Ltd.
- BCE (2009). *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro área*. Banco Central Europeo.
- Bertoni, F., Meoli, M. y Vismira, S. (2014). Board independence, ownership structure, and the valuation of IPOs in Continental Europe. *Corporate Governance: An International Review*. 22(2), 116-131.
- Black, B. (2001). The legal and institutional preconditions for strong securities markets. *UCLA Law Review*. 48, 781-858.
- Carpentier, C. y Suret, J. (2018). Three decades of IPO markets in Canada: Evolution, risk and return. *Accounting perspectives*,17(1), 123-161.
- Chambers, D. y Dimson, E. (2009). IPO underpricing over the very long run. *The Journal of Finance*, 64(3), 1407-1443.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2019). Circular 2/2019 de 27 de noviembre por la que se modifica la Circular 1/2017 de 26 de abril, sobre los contratos de liquidez. [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2019-17695](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2019-17695)
- De Angelo, L. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183-199.
- ECSIP. (2013). *Improving the market performance of business information services regarding listed SMEs*. European Consortium for Sustainable Industrial Policy.
- Espenlaub, S., Kurshed, A. y Mohamed, A. (2012). IPO Survival in a reputational market. *Journal of Business Finance and Accounting*, 39, 427-463.
- Farag, H., Mallin, C. y Ow-yong, K. (2014). Governance, ownership structure and performance in AIM companies. *Corporate Governance: An International Review*, 22(2), 100-115.
- Gerakos, J., Lang, M. y Maffet, M. (2013). Post-listing performance and private sector regulation: the experience of the AIM. *Journal of Accounting and Economics*. 56, 189- 215.
- Granier, C., Revest, V. y Sapio, A. (2019). SMEs and junior stock markets: A comparison between european and japanese markets. *Journal of Innovation Economics & Management*, 29,43-67.
- ITF. (2011). *Rebuilding the IPO On-Ramp. Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*. IPO Task Force.
- Kaousar, I. y Wehinger, G. (2015). Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 1, 49-84.
- La Porta, R., López, F. y Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? *The Journal of Finance*, 61(1), 1-32.
- MaB. Asesores Registrados. <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/AsesoresRegistrados.aspx>.
- Magnan, M. y Campbell, B. (2014). Le premier appel public à l'épargne et les sociétés québécoises: état de la situation. *Rapport de projet CIRANO*.
- Mahoney, P. (1995). Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems. *The University of Chicago Law Review*, 62(3), 1047-1112.
- Mallin, C. y Ow-Yong, K. (1998). Corporate Governance in small companies - Alternative investment market. *Corporate Governance: An International Review*. 6(4), 224-232.
- Mallin, C. y Ow-Yong, K. (2010). The UK alternative investment market - Ethical dimensions. *Journal of Business Ethics*. 95(2), 223-239.
- Mulherin, J. (2005). Corporations, collective action and corporate governance: One size does not fit all. *Public Choice*, 124(1), 179-204.

- Mulherin, J. (2007). Measuring the costs and benefits of regulation: Conceptual issues in securities markets. *Journal of Corporate Finance*, 13(2-3), 421-437.
- OCDE (2018). *Equity Market Review of Asia 2018*. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.
- OICV-IOSCO (2015). SME financing through capital markets. International Organization of Securities Commissions.
- Pandes, J. y Robinson, M. (2014). Is effective junior equity market regulation posible? *Financial Analysts Journal*, 70(4), 42-54.
- Palacín, M. y Canales, A. (2015). Las previsiones financieras de las PYME en su proceso de salida a bolsa: realidad o ficción. *Universia Business Review*, 48, 118-151.
- Palacín, M. y Pérez, C. (2016). Los mercados alternativos bursátiles: una perspectiva regulatoria. *Cuadernos de Economía*, 39(109), 1-11.
- Pérez, C. y Palacín, M. (2009). ¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa? *Estrategia Financiera*, 263, 48-57.
- Plastow, K., et al. (2012). Practices of smaller listed Australian companies. *Corporate Ownership and Control*, 10(1), 233-251.
- Rasch, S. (1994). Special stock market segments for small company shares in Europe - What went wrong? *Discussion Paper n.º. 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.
- Rousseau, S. (2007). London Calling?: The Experience of the Alternative Investment Market and the Competitiveness of Canadian Stock Exchanges. *Banking and Finance Law Review* 23(1), XX-XX.
- Sannajust, A. (2014). Impact of the world financial crisis to SMEs: The determinants of bank loan rejection in Europe and USA. Working paper PP. 2014-324, IPAG Business School.
- SEC (2006). *Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies*. U. S. Securities and Exchange Commission.
- Soxlaw.com. (2002). The Sabarnes-Oxley Act. <https://www.soxlaw.com/>
- Taking AIM. (2009). Annual Survey: The Big Picture.
- WFE. (2016). *WFE Report on SME Exchanges*. World Federation of Exchanges.
- WFE. (2017). *SME financing and equity markets*. World Federation of Exchanges.
- Yang, J. (2013). Continuous disclosure practices in the korean equity market. *Capital Market Perspective*, 5(2), 33-46.

## NOTAS

- 1 Artículo de investigación.