

# MARF: perspectivas y riesgos para el nuevo mercado

Pablo Guijarro y Pablo Mañueco\*

**En Europa, y en España en particular, el crédito bancario ha sido la principal fuente de financiación para las empresas. Por tanto, la tendencia a la desintermediación financiera tras la crisis ha dificultado seriamente el acceso de las empresas españolas a la financiación. El nuevo Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) puede ayudar a proporcionar alivio ante la ausencia del canal crediticio bancario tradicional.**

*Este artículo examina el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que fue lanzado en octubre de 2013, en comparación con los mercados de financiación alternativa similares creados en los países europeos en los últimos años. El MARF es uno de las principales apuestas para impulsar el proceso de desintermediación financiera en España, y puede ayudar a aliviar el cierre de los canales tradicionales de financiación bancaria a las empresas españolas. Sin embargo, todavía es demasiado pronto para estimar su potencial, dadas las limitaciones relacionadas con la alta proporción de pymes en España y la necesidad de los efectos demostración positivos de los primeros emisores.*

## El MARF en el marco de la desintermediación financiera en España

El análisis comparado de la financiación ajena de las empresas no financieras en EE.UU. y las economías europeas es una buena muestra del efecto diferencial que la crisis financiera ha tenido sobre la capacidad de obtención de crédito en unas regiones y en otras. Mientras que en EE.UU. las empresas obtienen el 47% de la financiación ajena a través de canales no bancarios (principal-

mente el mercado de capitales), en Europa este porcentaje se reduce hasta el 15%, una circunstancia que ilustra el severo impacto que la crisis ha tenido sobre la capacidad de emprender, de invertir y de innovar.

España no ha sido ajena a esta caracterización de la financiación de las empresas. El tejido empresarial se ha visto especialmente dañado por la restricción crediticia que se registra desde el año 2008, en un contexto de importantes cambios regulatorios y de saneamiento de los balances bancarios.

\* Socios del Área de Coporate Finance de AFI (Analistas Financieros Internacionales, S.A.).

El persistente bloqueo de la financiación bancaria a la empresa, especialmente la no cotizada, ha motivado la búsqueda y el desarrollo de diferentes iniciativas para fomentar la captación de fondos a través de canales diferentes al bancario. El Mercado Alternativo de Renta Fija (en adelante, MARF) representa uno de los elementos fundamentales de este proceso, que no solo da cumplimiento a uno de los compromisos adquiridos en el *Memorandum of Understanding* suscrito en el marco del rescate bancario del ejercicio 2012, sino que abre la puerta a que las empresas puedan obtener financiación a través de canales diferentes al bancario tradicional.

El MARF es un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), que constituye una plataforma de negociación de instrumentos financieros correspondientes a empresas que no cotizan en un mercado secundario oficial.

En un momento en el que la economía española se encuentra en una fase de estabilización tras cinco años de crisis económica y financiera, este nuevo mercado, con apenas un mes de existencia, se enfrenta a diferentes retos. A continuación se detallan los principales elementos a tener en cuenta en el estudio de la capacidad del MARF para convertirse en una palanca de impulso para el proceso de desintermediación financiera en España, y de soporte al crecimiento económico.

## Características del MARF

El MARF es una plataforma de negociación de instrumentos financieros emitidos por empresas no cotizadas en los mercados secundarios. El carácter de sistema multilateral de negociación ofrece menos garantías que un mercado regulado como puede ser AIAF<sup>1</sup>; por ello el MARF se dirige exclusivamente a inversores institucionales: el importe mínimo unitario de emisión no puede ser inferior a 100.000 euros.

Los requisitos formales de la emisión son también menos estrictos que los de los mercados

oficiales, si bien mantienen un nivel de exigencia que permite garantizar la confianza por parte de los inversores. Entre estos requisitos figuran los siguientes:

- Información contable auditada.
- Documento informativo simplificado y estandarizado.
- Informe de *rating*.

Las emisiones a realizar en este mercado pueden ser tanto de corto plazo (pagarés) como de largo plazo (bonos).

A continuación se ahonda en las características de los emisores potenciales en el MARF, así como en la capacidad que este mercado presenta para captar fondos del sector privado.

## Emisores y captación de fondos

### Emisores potenciales

Las siguientes características de los emisores y de las emisiones nos ayudarán a concretar qué empresas podrán acceder a este mercado:

- Perfil del emisor:
  - Empresas internacionalizadas.
  - Adecuado nivel de recursos propios frente a vencimientos de deuda a corto plazo, fondo de maniobra positivo, y al corriente del pago de sus deudas.
  - Ratio de deuda EBITDA inferior a 3,5 veces.
  - Niveles de EBITDA de al menos 12 millones de euros.
  - Incrementos constantes de facturación y EBITDA en los últimos años.

<sup>1</sup> Mercado español de referencia para la deuda corporativa o renta fija privada integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME) ([www.aiaf.es](http://www.aiaf.es)).

- Tamaño medio de la emisión: 20 millones de euros.

A tenor de las características señaladas los principales destinatarios, por el lado de la demanda de fondos, del MARF, son las empresas grandes no cotizadas. Este es un punto significativo de cara a enmarcar el MARF dentro del proceso de desintermediación financiera en España. Su objetivo no es cubrir el déficit de financiación de todas las empresas, sino facilitar el acceso a financiación de aquéllas que, por su condición de no cotizadas en un mercado secundario, tienen un acceso más restringido a la financiación a través de los mercados de capitales. Las pymes de menor dimensión, por lo tanto, no tienen cabida en este mercado, y deben explorar otras vías para paliar la falta de financiación bancaria.

---

*Debido a la dimensión de una empresa objetivo para el MARF, no se espera una entrada masiva de emisores a este nuevo mercado.*

---

La dimensión de la empresa con acceso al MARF es, a su vez, un determinante del potencial de fondos que puede captarse a través de este mercado. Dada la composición del tejido empresarial español (el 96% de las empresas pueden calificarse como pequeñas, con menos de diez asalariados), resulta inconsistente pensar en una entrada masiva de emisores a este nuevo mercado, no solo por condicionantes económicos, sino por las propias dimensiones de los mismos.

### Cambios legislativos y apoyos institucionales al MARF

Con carácter previo al análisis de la captación potencial de fondos en el MARF se detallan de forma sucinta los cambios legislativos que han

tenido lugar para impulsar su desarrollo. Los más relevantes son los siguientes:

1. Se ha levantado la limitación de que las emisiones por parte de las sociedades anónimas no puedan superar el importe de los recursos propios más las reservas del último balance y las cuentas de regulación y actualización. También aplica a las sociedades anónimas no cotizadas que emitan deuda, siempre y cuando se dirija la emisión a inversores institucionales, como es el caso del MARF.
2. Las empresas que emitan obligaciones en el mercado alternativo de renta fija no tendrán que elevar el documento de emisión a escritura pública ni proceder a su inscripción en el Registro Mercantil para poder alcanzar la inscripción de los valores en anotaciones en cuenta.
3. Los planes y fondos de pensiones podrán invertir en instrumentos del MARF emitidos por una misma empresa hasta un 3% de su patrimonio bajo gestión<sup>2</sup>. Las entidades aseguradoras podrán invertir hasta el 10% del saldo de provisiones técnicas a cubrir, en instrumentos del MARF.

En cuanto a los apoyos públicos para el desarrollo de este mercado, los más relevantes son los siguientes:

1. ENISA (Empresa Nacional de Innovación S.A.) destinará parte de su presupuesto a financiar la salida de empresas al MARF, para mitigar los costes de emisión y dotar de profundidad a este mercado (ENISA Mercados Alternativos)<sup>3</sup>.
2. El ICO ha puesto en marcha una nueva línea de crédito para financiar la adquisición de pagarés y bonos en este mercado por parte

<sup>2</sup> Para más información, consultar Ley 14/2013 de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

<sup>3</sup> Para más información, consultar <http://www.enisa.es/es/financiacion/info/consolidacion/enisa-mercados-alternativos>

de entidades financieras, por un importe inicial de 1.000 millones de euros<sup>4</sup>.

### Captación potencial de fondos

Como hemos comentado, el MARF no es una plataforma destinada a todas las pymes, sino a empresas medianas de gran dimensión, hecho que podría limitar el total de fondos obtenido a través del mismo.

Teniendo presente este condicionante, hemos realizado un análisis del volumen de emisión que podría realizarse a partir de la capacidad de inversión de entidades financieras e inversores institucionales. La experiencia en otros países nos muestra que estos agentes han sido los más propensos a la inversión en este tipo de activos.

De modo conservador se han planteado los siguientes escenarios que se detallan en el cuadro 1:

- Solo se captan fondos al amparo de la línea del ICO: 1.000 millones de euros.
- Se captan fondos por un importe equivalente a la mitad del total de inversión en este mercado permitido a fondos de pensiones y entidades aseguradoras:
  - Fondos y planes de pensiones: los desarrollos legislativos permiten la inversión en el MARF de hasta el 3% del patrimonio bajo gestión. Asumiremos un máximo de inversión del 1,5% en estos activos, que sobre el total gestionado por los fondos de pensiones a cierre de 2012 representa 1.306 millones de euros.
  - Entidades aseguradoras: los cambios legislativos permiten la inversión de hasta el 10% del saldo total de provisiones técnicas. Asumiremos un máximo de inversión

Cuadro 1

### Potencial de captación de fondos a través del MARF

Categoría	Importe total (1)
<b>Línea de apoyo del ICO</b>	
Importe aprobado	1.000
<b>Inversión institucional</b>	
(A) Fondos de Pensiones	
Patrimonio gestionado (2)	87.067
% de inversión máxima en emisiones de MARF (3)	
% de inversión considerado en el análisis	3%
Importe de inversión en MARF	1,50% 1.306
(B) Seguros	
Saldo de provisiones técnicas a cubrir (2)	189.700
% de inversión máxima en emisiones de MARF (3)	
% de inversión considerado en el análisis	10%
Importe de inversión en MARF	5% 9.485

Notas: (1) Importes en millones de euros.

(2) Datos a 31 de diciembre de 2012.

(3) Fijados en la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores.

Fuentes: Dirección General de Seguros y Pensiones, AFI.

<sup>4</sup> Para más información, consultar [http://www.ico.es/webcomercial/portal/productos/adjuntos/ICO\\_PAGARES\\_y\\_bonos.pdf](http://www.ico.es/webcomercial/portal/productos/adjuntos/ICO_PAGARES_y_bonos.pdf)

del 5% en estos activos, que sobre el total de provisiones técnicas a cierre de 2012 supone 9.485 millones de euros.

Los cálculos realizados nos ofrecen el máximo importe que se podría captar a través del MARF (no cifras acumulativas). Consideramos por lo tanto que en una primera fase el mercado podría generar un volumen de captación más bien reducido, por lo que el rango entre 1.000 y 1.300 millones de euros acotado por la línea de financiación del ICO y el importe que podrían invertir los fondos de pensiones parece el más razonable.

Este importe supone un 0,10% del PIB de España, un registro similar al que se puede observar analizando el volumen de fondos que se ha captado en Alemania (ver apartado siguiente), que supone el 0,13% del PIB de la economía germana. Importes superiores a este registro no serían consistentes con las características del tejido empresarial español.

## La experiencia de otros países

La implantación de un mercado alternativo de renta fija no es nueva. Las experiencias de Ale-

mania, Noruega y Francia permiten llevar a cabo un diagnóstico aún más certero de la capacidad de captación de fondos a través de un mercado de estas características.

En el presente apartado se detallan las características de cada uno de estos mercados, así como las principales diferencias con respecto al modelo implantado en España.

### Alemania. Mittelstand Bond Market

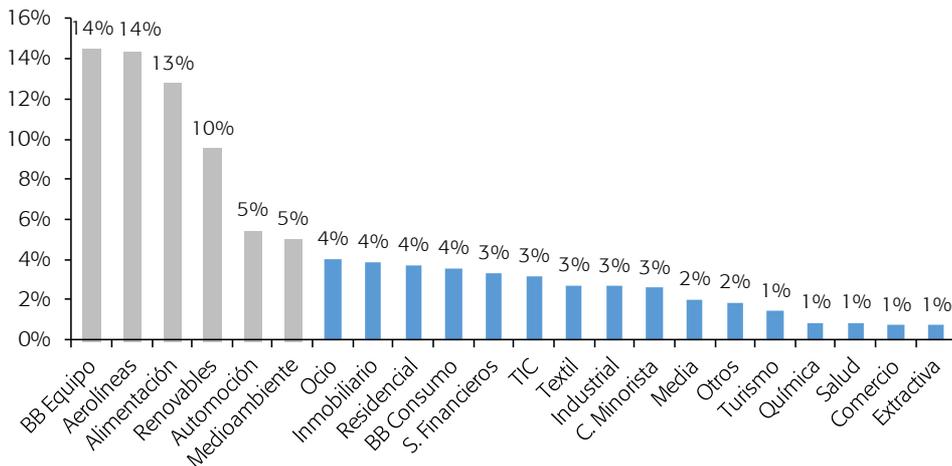
El Mittelstand Bond Market (MBM) alemán se desarrolló entre 2010 y 2011, año en el que las empresas medianas no cotizadas comenzaron a emitir. En la actualidad, existen cinco mercados con una división de renta fija de empresas de estas características: Stuttgart, Düsseldorf, Frankfurt, Munich y Hamburgo-Hannover.

La principal diferencia con el mercado español es que está dirigido no solo a inversores profesionales, sino también a inversores minoristas, con un nominal unitario de emisión de 1.000 euros.

Los requisitos de las empresas emisoras son los siguientes:

Gráfico 1

### Distribución sectorial de las emisiones realizadas en el Mittelstand Bond Market de Alemania



Fuentes: MBM Alemania, AFI.

- Ventas entre 25 y 400 millones de euros.
- Ratio de cobertura de intereses de 3x (EBIT/Gastos financieros).
- *Rating* asignado por una de las tres agencias de calificación crediticia aprobadas por BaFin: Creditreform, Euler Hermes y Scope.
- No hay un *rating* mínimo aunque el 80% de las emisiones realizadas han tenido una calificación crediticia en el momento de emisión entre BB o BBB.
- Volumen de emisión mínimo de 10 millones de euros.

En cuanto a los requisitos de información, se fijan los siguientes: i) folleto con los detalles de la

emisión; ii) cuentas anuales auditadas; iii) informes de resultados semestrales; y por último, iv) un informe de calificación crediticia.

La totalidad de fondos captados en el MBM de Alemania asciende a 3.500 millones de euros, lo que representa el 0,13% del PIB de esta economía.

El perfil sectorial, pese a ser muy heterogéneo, está concentrado en bienes de equipo, aerolíneas, alimentación, energías renovables y automoción.

### Noruega. Oslo ABM

El mercado alternativo de renta fija en Noruega es la infraestructura más veterana de cuantas se analizan en el presente artículo. Este mercado se estableció en 2005, con carácter de mercado auto-

Gráfico 2

#### Nominal en circulación en Oslo ABM (millones de euros)

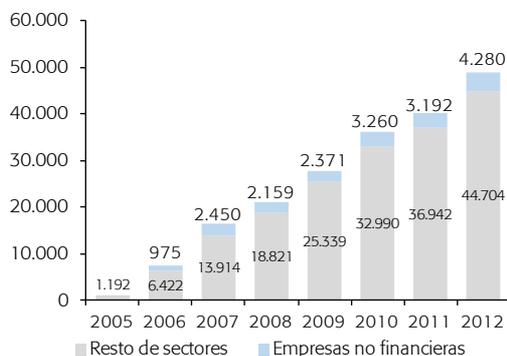
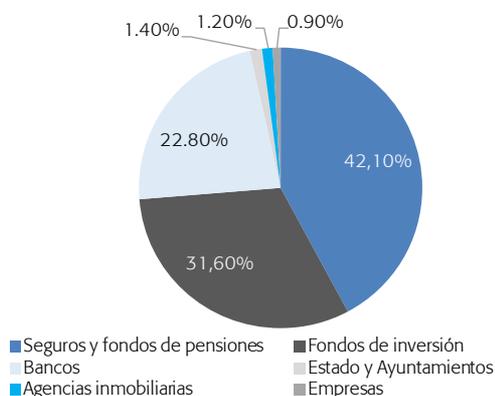


Gráfico 4

#### Distribución de la inversión por sector



Fuentes: AFI, Oslo ABM.

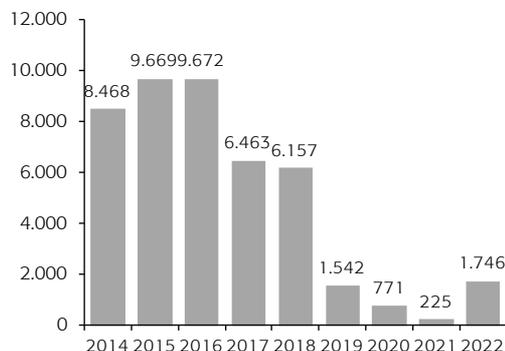
Gráfico 3

#### Emisores en Oslo ABM



Gráfico 5

#### Distribución de las emisiones por vencimiento (total sectores)



regulado y con un funcionamiento independiente de las directivas de la UE.

Las características de Oslo ABM son:

- El proceso de inclusión es más simple que la admisión a cotización en el mercado bursátil, de igual modo que sucede en España y Alemania.
- Existe una mayor flexibilidad para que el emisor elija las normas contables a aplicar (frente al formato de las Normas Internacionales de Información Financiera -NIIF- que deberían adoptar si las emisiones tuvieran lugar en un mercado oficial).
- No obstante, las normas sobre la divulgación de información y las normas de comercio son en gran parte las mismas que para el mercado bursátil, con el objetivo de favorecer la comparación de la información y evitar problemas de confianza en los inversores.

En términos de demanda y oferta de fondos:

- Las empresas de carácter industrial han captado 4.280 millones de euros, un importe equivalente al 1% del PIB de Noruega. El mayor volumen de captación de fondos ha de relativizarse considerando el número de años de funcionamiento de Oslo ABM, pero constituye un buen ejemplo del potencial de una infraestructura de estas características.
- Los agentes que han liderado la inversión en este mercado son entidades aseguradoras (42% del total), fondos de renta fija (31% del total) y entidades financieras (22% del total).

La principal característica diferencial de Oslo ABM frente al modelo español es que está segmentado en dos mercados:

- Oslo ABM Retail (valor nominal unitario de emisión inferior a 68.000 euros) que

se orienta a la negociación por parte del público en general.

- Oslo ABM Professional (valor nominal unitario de emisión superior a los 68.000 euros) que se orienta a la negociación por parte de inversores profesionales.

### Francia Alternext

Alternext ha sido uno de los últimos mercados en establecer un segmento alternativo de renta fija para pymes. Al igual que en España, Alternext inició su andadura como un mercado destinado a la captación de capital por parte de las empresas (de modo análogo al Mercado Alternativo Bursátil -MAB). En enero de 2012 Alternext crea el segmento de renta fija para pymes.

Las características principales de este mercado son:

- Los bonos no son admitidos en una bolsa de valores regulada por la UE; se suavizan con ello los requisitos de transparencia para la protección del inversor, al igual que ha sucedido en Alemania, Noruega y España.
- A diferencia de Alemania, el emisor no requiere de *rating* para su cotización, pero sí requiere un *sponsor* registrado y aprobado por NYSE Euronext, que apoye al emisor durante el proceso de admisión y de la duración de la cotización.
- La información financiera histórica debe ser divulgada periódicamente por el emisor.
- La cantidad mínima de la primera admisión a negociación es de 200.000 euros.

El segmento de renta fija de Alternext ha permitido una captación de 360 millones de euros desde su establecimiento a principios de 2012, un importe que supone el 0,018% del PIB de Fran-

## Resumen de las principales características de los mercados alternativos de renta fija del entorno europeo

Mercado	Fecha de inicio	Inversor objetivo	Rating	Volumen de emisión (millones de euros)	Volumen de emisión (como % del PIB)
Alemania	2010	Institucional y minorista	Obligatorio	3.500	0,131%
Noruega	2005	Institucional y minorista	No obligatorio	4.280	1,079%
Francia	2012	Institucional	No obligatorio	360	0,018%

Fuentes: Mercados alternativos de renta fija de Alemania, Noruega y Francia, AFI.

cia, y que posiciona a este mercado como el que menor actividad ha registrado de las tres infraestructuras que se han analizado, tanto en términos absolutos como en términos relativos.

## Retos principales para el MARF

El análisis del valor del MARF en el marco de la desintermediación financiera en España no puede realizarse sin hacer referencia a los retos que conlleva su implantación y que son consustanciales a su desarrollo. Estos riesgos hacen referencia a tres variables: riesgo de solvencia, rentabilidad y riesgo de liquidez.

Como todo mercado en fase de desarrollo, la confianza de los inversores juega un papel destacado en la definición del potencial del mercado. Es por ello que los emisores que lideren las salidas a este mercado deben ser empresas cuya capacidad de repago no admita discusión, en la medida en la que determinarán no solo sus diferencias en la captación de fondos, sino que, adicionalmente, favorecerán una entrada gradual de otros emisores sin una penalización excesiva.

El perfil crediticio de los emisores del MARF será el de una empresa *high yield*, por lo que la rentabilidad a ofrecer a los inversores será elevada, para compensar el mayor riesgo asumido. Esta caracterización crediticia no debe llevar a engaño: las empresas *high yield* tienen una mayor probabilidad de impago que las *investment grade*, pero

*Los emisores que lideren las salidas a este mercado deben ser empresas sólidas, lo que favorecerá una entrada gradual de otros emisores sin una penalización excesiva.*

no por ello son menos solventes. En la medida en la que los líderes del mercado respondan a las expectativas de los agentes, será más fácil reducir la prima de riesgo adicional fijada a nuevos entrantes en el mercado de renta fija, atenuando progresivamente los costes de financiación de las empresas a través de este canal.

Finalmente, la liquidez de las emisiones es un factor que jugará un papel destacado en el desarrollo del mercado. En primera instancia, no se debe pensar en un mercado profundo y líquido como el mercado continuo o como los grandes mercados internacionales, especialmente en la primera fase de desarrollo del mismo. Por ello, los agentes que apuesten por invertir en las emisiones que abran el mercado deben ser conscientes de que la alternativa de mantenimiento hasta el vencimiento de las mismas puede ser más conveniente que la idea de una venta en un momento intermedio. A medida que el mercado gane profundidad y nuevos oferentes de fondos se incorporen al mismo, la prima por iliquidez se irá atenuando, pero no se puede descartar que este factor penalice a las primeras emisiones que se lleven a cabo en el mercado.

## Conclusión

El MARF constituye uno de los principales mecanismos sobre los cuales pivota el proceso de desintermediación financiera en España. Su reciente apertura impide tener visibilidad clara acerca del potencial de esta infraestructura para el tejido empresarial de España, pero el análisis de experiencias del entorno pone de manifiesto que este tipo de mercados han supuesto un avance muy importante para la financiación de las empresas.

Los ejemplos de Noruega y Alemania, con mercados en los que la captación de fondos representa un 1% y un 0,13% del PIB (4.300 y 3.500 millones de euros, respectivamente), constituyen un precedente significativo de la capacidad potencial del MARF. En todo caso, la comparación con otros países debe realizarse teniendo en cuenta

que las características de la empresa en España (el 96% del tejido empresarial son empresas con menos de diez asalariados) pueden limitar el total de fondos que se capte a través del MARF en comparación con otras economías del entorno, como pueda ser especialmente Alemania.

No debe perderse de vista que para que el MARF despliegue todo su potencial será preciso que las empresas que lideren las primeras emisiones respondan a la confianza de los inversores. Es deseable, por lo tanto, que las instituciones encargadas de velar por el buen funcionamiento y la transparencia del mercado primen la calidad de las emisiones frente a la cantidad. Esta dinámica permitirá reforzar la profundidad de este mercado y su capacidad para fijar, de modo racional, el coste de financiación de las empresas a través de otros canales diferentes al bancario tradicional.