

El MARF transforma la financiación empresarial en España

10 años en 10 logros
2013 - 2023

Noviembre 2023



ÍNDICE DE CONTENIDO

1. Introducción	5
2. Evolución y logros del MARF	6
2.1. Lanzamiento del MARF y principales desarrollos legislativos	7
2.2. Admisión de la primera emisión y grandes cifras del MARF	8
2.3. El MARF, también para financiar infraestructuras	11
2.4. Amplitud sectorial en el MARF	11
2.5. El MARF, un mercado para todos los emisores: por situación bursátil, tamaño, edad y localización geográfica	13
2.6. La internacionalización del MARF: la llegada de emisores extranjeros	16
2.7. Desarrollo del mercado de pagarés	18
2.8. La canalización en el MARF de los compromisos de sostenibilidad	19
2.9. El MARF, un poderoso instrumento de colaboración público-privada	20
2.10. La resiliencia del MARF ante los diferentes entornos de tipos de interés	22
3. Retos y propuestas para el futuro	25



MARÍA JOSÉ PALACÍN SÁNCHEZ Y CARMEN PÉREZ LÓPEZ PROFESORAS DE ECONOMÍA FINANCIERA DE LA UNIVERSIDAD DE SEVILLA

El 7 de octubre de 2013 comenzaba su andadura con el apoyo del Ministerio de Economía el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), el mercado de renta fija gestionado por BME y desarrollado específicamente para ampliar las alternativas de financiación y facilitar el acceso a las empresas de menor tamaño. En un país en el que más del 95% del tejido productivo está formado por pymes, la acogida del MARF fue inmediata y su crecimiento constante. Eficiencia, agilidad y capacidad de adaptación a las necesidades de emisores e inversores, así como a las circunstancias del mercado, han hecho posible que en solo 10 años este mercado cumpliera satisfactoriamente el objetivo con el que se creó. Sin duda el MARF ha transformado la financiación empresarial en España y dotado a las empresas de todos los tamaños y sectores de una herramienta con la que obtener financiación recurrente a través de instrumentos financieros que hasta entonces solo estaban al alcance de las grandes multinacionales.

Este informe, continuación del realizado en junio 2021 con el título “El MARF y su contribución al crecimiento empresarial”, amplía

su alcance y analiza la evolución del mercado desde su creación a través de sus principales logros. Logros que le han llevado a consolidarse como una vía de financiación alternativa plenamente consolidada en el ecosistema financiero formado por las compañías, los inversores y los asesores y despachos que los acompañan durante su paso por el mercado.

En estos poco más de dos años desde el estudio anterior, y pese al cambio de ciclo experimentado en los tipos de interés, el número de emisores ha pasado de 100 a 143 y la capacidad de financiación del mercado, medida en términos de saldo vivo disponible, ha pasado de los 6.000 millones a rozar los 8.000 millones actuales, con un catálogo de productos emitidos aún más diversificado y sostenible.

En un entorno cada día más global y exigente, el MARF tiene el compromiso de seguir abriéndose a todo tipo de productos y emisores y de continuar propiciando la colaboración público-privada con la que se creó y que no ha hecho más que aumentar y fortalecerse a lo largo de los años.

1. Introducción

El MARF cumple diez años. Desde su puesta en marcha en 2013, este mercado de BME ha adquirido un gran protagonismo dentro de las alternativas de diversificación de las fuentes de financiación empresarial en España. Además, la financiación a través del MARF ha facilitado el acceso a estructuras y plazos de financiación más flexibles que la financiación bancaria tradicional, con los beneficios que esta flexibilidad aporta a las empresas emisoras, y, desde hace algunos años, también ha permitido a muchas compañías acceder a marcos de financiación sostenible que catalizan sus compromisos ligados a la sostenibilidad medioambiental y social y vinculan los fondos obtenidos al cumplimiento de determinados objetivos.

En sus 10 años de funcionamiento, el MARF se ha puesto a prueba al tener que enfrentar acontecimientos adversos: las consecuencias de la crisis de deuda soberana en la Unión Europea, una crisis bancaria con graves efectos en España, la pandemia causada por el COVID-19 y la incertidumbre generada por la invasión y la escalada bélica en Ucrania. En estos últimos dos años, además, el Mercado ha tenido que reaccionar ante una subida muy pronunciada y acelerada de tipos de interés, que ha provocado un enorme cambio de perspectiva tanto en los emisores como en los inversores. Pese a todo ello, el MARF ha experimentado desde su inicio un crecimiento constante. Actualmente, el saldo vivo a septiembre de 2023 asciende a, prácticamente, 8.000 millones de euros, cifra que avala al MARF como un mercado plenamente consolidado.

Desde 2020, este mercado, gestionado por BME, forma parte del Grupo SIX, uno de los principales operadores europeos y mundiales de infraestructuras de mercados financieros, de capital suizo, gestor también de la Bolsa Suiza. En dicho año, el Gobierno autorizó, tras la OPA lanzada por SIX, la adquisición del 100% del capital de BME, una vez verificado que se cumplían los requisitos establecidos en la normativa, principalmente la solvencia financiera del adquirente, su idoneidad, reputación y experiencia. La integración de BME en el Grupo SIX aporta al MARF una vertiente internacional más pronunciada, al pasar a ser parte de un Grupo que opera y tiene presencia en múltiples países y jurisdicciones.

El MARF ha obtenido en los últimos años dos importantes reconocimientos. En 2020, el Banco Central Europeo reconoció al MARF como un instrumento de la política monetaria para canalizar las ayudas a las empresas, considerándolo como sistema multilateral de negociación elegible para su política monetaria. Con ello, este mercado refrendó su posicionamiento como una herramienta clave para la financiación empresarial de las empresas españolas y como instrumento de canalización de las políticas de apoyo a las empresas puestas en marcha durante la pandemia.

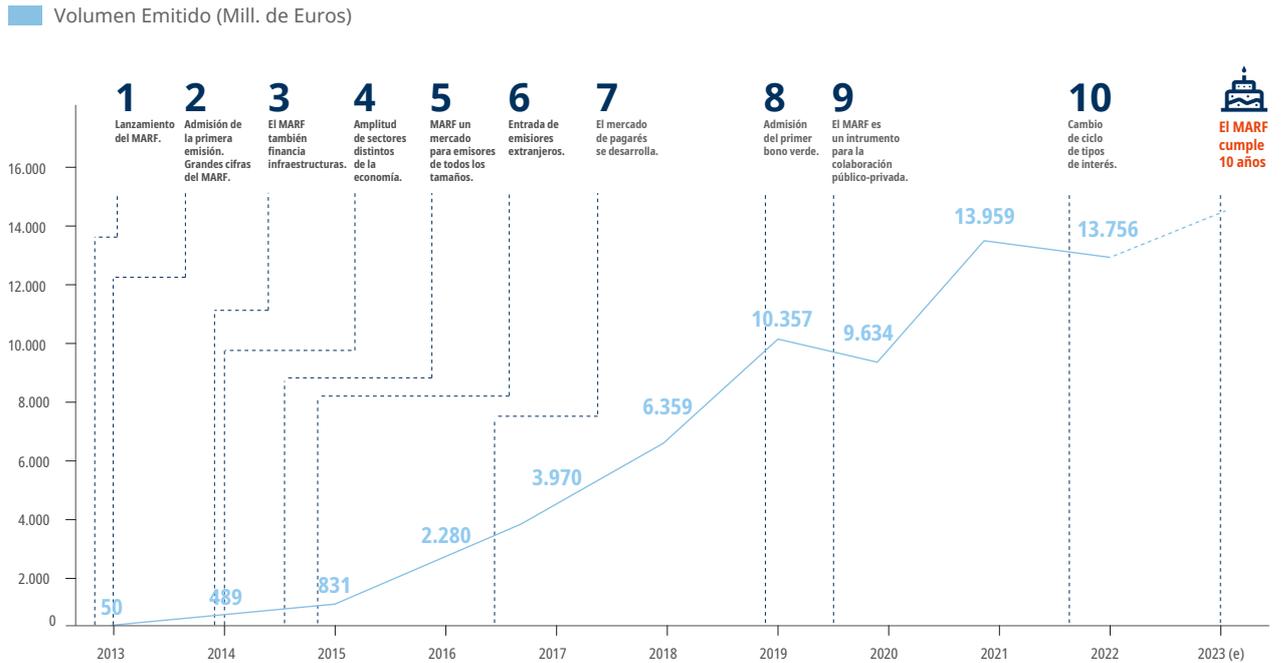
El segundo reconocimiento viene de parte de la *Financial Conduct Authority*, FCA, el organismo supervisor y regulador de los servicios financieros en el Reino Unido, que se encarga también de vigilar la conducta de las entidades minoristas y mayoristas del sector de los servicios financieros. En junio de 2022, la FCA reconocía al MARF como mercado organizado en renta fija para poder operar desde el Reino Unido, *Recognised Overseas Investment Exchange* (ROIE).

Estos apuntes esbozan un brevísimo retrato de la historia más reciente del mercado, pero cuando se celebra un décimo cumpleaños, como es el caso, conviene apreciar y describir con detalle en lo que el homenajeado se ha convertido, destacando lo que han sido los años vividos, valorar las circunstancias que se han presentado, los problemas que se han ido solventando, los logros que se han ido alcanzando...Y también, cómo no, es un buen momento para reflexionar sobre los aspectos que pueden seguir impulsándolo, ya que los pasos que se den hoy serán los que lo lleven a conseguir en el futuro nuevos objetivos.

En este trabajo se aborda esta doble tarea. En el siguiente epígrafe se presenta la evolución de los datos más importantes del mercado y se recorren sus hitos y logros más relevantes. En el último punto del trabajo se debate sobre los retos que tiene por delante el MARF para abordar el futuro y las propuestas concretas que tiene planteadas para abordarlos.

2. Evolución y logros del MARF

Gráfico - VOLUMEN ANUAL EMITIDO E HITOS PRINCIPALES DEL MERCADO



7/10/2013 Presentación del MARF



27/10/2015 Primera emisión de una empresa extranjera, Sugal



20/12/2013 Primera emisión de bonos: COPASA



31/5/2017 El saldo vivo en Pagarés alcanza los 1.000 millones de euros



25/11/2014 Primera emisión de Bonos Proyecto por Viario A31



11/11/2019 Primera emisión de bonos verdes: Grenergy



31/12/2014 Los sectores empresariales presentes en el MARF ya eran 6



6/5/2020 Publicación en el BOE del Marco de los Avales del ICO en el MARF



30/6/2015 Primera emisión de bonos de una cotizada en BME Growth, MásMóvil



21/7/2022 Primera subida de tipos de interés por parte del BCE después de una década

2.1. Lanzamiento del MARF y principales desarrollos legislativos



7/10/13 Presentación del MARF

La puesta en marcha de este mercado, el 7 de octubre de 2013, se produjo como reacción a la crisis financiera mundial que posteriormente dio paso a una grave crisis de deuda soberana en Europa, y en el marco de las acciones que se tomaron para combatirlas. Así, la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija fue una de las medidas que se adoptaron para ampliar los canales a través de los que las medianas y pequeñas empresas podían obtener recursos para financiar su actividad productiva y disminuir su altísima dependencia del sector bancario, en previsión de un más que probable proceso de concentración, luego confirmado, de entidades financieras que podría afectar a la liquidez de las empresas.

Obedeció al compromiso firmado -el Memorándum de Entendimiento, MOU- por el gobierno español, siguiendo la iniciativa del Ministerio de Economía y Competitividad, con la Comisión Europea en el verano de 2012. A la luz de la considerable dependencia de la economía española de la financiación bancaria, como una medida transversal para mejorar el sistema financiero español, en dicho documento figuraba la exigencia a las autoridades españolas de preparar, antes de mediados de noviembre de 2012, propuestas para fomentar la intermediación financiera no bancaria, incluida la financiación a través de los mercados de capitales y el capital riesgo.

Este Mercado quedó configurado como un sistema multilateral de negociación, creado de conformidad con lo previsto en la Ley del Mercado de Valores, del 28 de julio de 1988 y cuyo objetivo principal en su constitución era mejorar las condiciones para la financiación empresarial a través de los mercados de capitales mediante la emisión de valores negociables de renta fija y estén destinados a inversores cualificados, según se define en la normativa española de valores.

La premisa básica seguida en el diseño del mercado fue aprovechar en lo posible el mismo ámbito operativo y de estructura de AIAF Mercado de Renta Fija y el Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME), pero adaptando los procedimientos de incorporación de valores al MARF a las características particulares de cada tipo de emisores y facilitando la disponibilidad y difusión de la oportuna información sobre los mismos.

La organización general del MARF se estableció con la siguiente estructura:

1. La dirección y gestión del Mercado descansaría en el Consejo de Administración, que coincide con el Consejo de Administración de AIAF Mercado de Renta Fija, SAU, que fija las líneas generales a que se ajustará la estrategia y desenvolvimiento del mismo, que se corresponderán con las normas generales de estructuración y desarrollo de los mercados españoles de valores.
2. Asimismo, se constituyó un Comité de Coordinación e Incorporaciones, formalmente dependiente del Consejo de Administración, pero con una composición abierta a la participación de representantes de otras instituciones relevantes para el desarrollo de la operativa del MARF, que es el encargado de canalizar las relaciones del mercado con las entidades emisoras y con todas aquéllas que lleven a cabo actuaciones referidas a los valores incorporados al mismo, así como de analizar los expedientes de incorporación de nuevos valores al Mercado.
3. Por último, se constituyó una Comisión de Supervisión, que es el órgano encargado de la inspección y fiscalización del funcionamiento del Mercado, a la que corresponde: verificar que la contratación en el Mercado se realice de acuerdo con las normas aplicables, comprobar que los Miembros del Mercado utilizan correctamente los medios técnicos puestos a su disposición, establecer y dirigir los procedimientos necesarios para la adecuada acreditación del personal designado por los Miembros del Mercado y las entidades Mediadoras para la realización de sus operaciones en el Mercado, etc.

En cuanto a los Miembros del MARF, conforme a lo previsto en la Ley del Mercado de Valores, se estableció que podían ser: las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión autorizadas para ejecutar órdenes de terceros o para negociar por cuenta propia en los mercados, la Administración General del Estado, actuando a través de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España y aquellas entidades que, a juicio del Consejo de Administración, cumplan las condiciones del apartado f) del artículo 37.2 de la Ley del Mercado de Valores y desempeñen especiales funciones que sean relevantes para el funcionamiento del Mercado.

Los valores incorporables al MARF serían los valores de renta fija puestos en circulación por los emisores o también se podrán incorporar aquellos otros valores e instrumentos financieros que en cada momento apruebe el Consejo de Administración.

Igualmente, tras consultas y autorización oportuna de la CNMV, el Consejo de Administración aprobó la primera regulación del mercado consistente en un Reglamento y un conjunto de Circulares que regulaban los aspectos fundamentales del MARF y su operativa, como: los Asesores Registrados, los Miembros del Mercado, las normas de incorporación de valores, los sistemas de contratación y difusión de la información, tarifas, etc.

Esta regulación se ha ido modificando en distintos momentos de su historia para adaptarla a la realidad de los mercados de capitales y las necesidades que planteaban los participantes en cada momento, para conseguir de esta manera que el MARF pudiera servir mejor a su propósito fundacional.

Asimismo, la normativa se ha visto afectada por el conjunto de regulaciones desarrolladas bajo la iniciativa europea de la Unión del Mercado de Capitales. Esta iniciativa tiene por objetivo crear un auténtico mercado único de capitales en toda la Unión Europea (UE). Su propósito es que la inversión y el ahorro circulen por todos los Estados Miembros en

beneficio de los ciudadanos, las empresas y los inversores. Entre las medidas legislativas adoptadas hasta el momento figuran, entre otras, la normativa sobre titulizaciones, sobre folletos o la homologación de la protección al inversor europeo.

2.2. Admisión de la primera emisión y grandes cifras del MARF



20/12/13 Primera emisión de bonos: COPASA

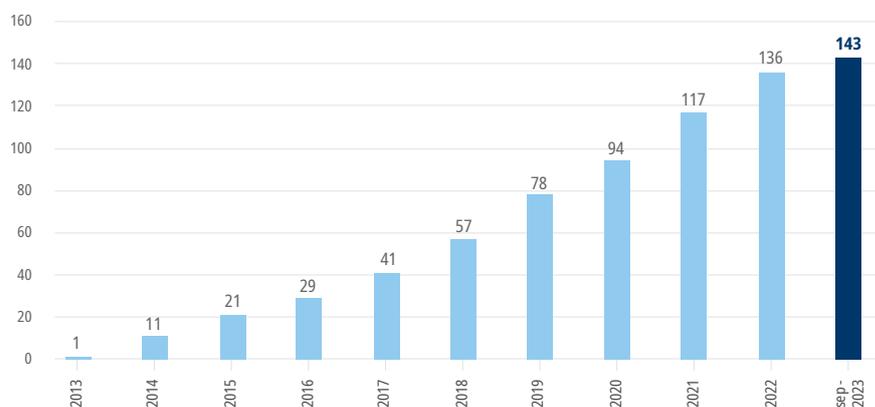
En diciembre de 2013, apenas 2 meses después de su lanzamiento, se admitía a cotización la primera emisión en este mercado, concretamente un bono de Sociedad Anónima de Obras y Servicios, COPASA, con el que se iniciaba la actividad en el mercado. A partir de ahí se han ido sucediendo las emisiones hasta lograr que el MARF alcance una importancia, tanto en número de emisores como de emisiones, que lo colocan como un mercado que ya ha abandonado la fase inicial de implantación para alcanzar la fase de crecimiento y consolidación.

En los siguientes gráficos podemos observar la evolución de sus grandes cifras. Si atendemos al número de compañías financiadas a través del MARF desde su creación (Gráfico 1), ha ido creciendo año tras año, alcanzando las 143 a final de septiembre de 2023.

➔ **Un mercado que ya ha abandonado la fase inicial de implantación para alcanzar la fase de crecimiento y consolidación.**

Gráf. 1 - NÚMERO DE EMPRESAS FINANCIADAS EN EL MARF DESDE SU CREACIÓN

Datos acumulados desde 2013 hasta finales de septiembre de 2023

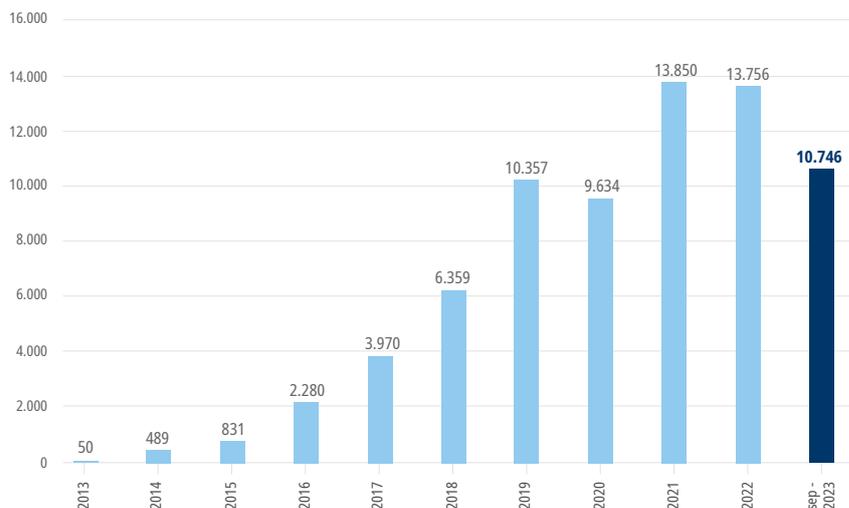


Fuente: MARF

En cuanto al volumen emitido e incorporado a cotización en cada año (Gráfico 2), puede observarse el crecimiento tan espectacular experimentado de forma continuada, a excepción del descenso que se produjo en 2020 a consecuencia de la pandemia causada por el COVID-19. No obstante, el mercado se recuperó con fuerza en 2021 y 2022, acercándose a los 14.000 millones de euros de volumen emitido en ambos años. En lo que llevamos de 2023 ha seguido creciendo: de enero a septiembre se han registrado emisiones por 10.746 millones de euros, superando en un 6,2% los 10.122 millones registrados en el mismo periodo de 2022, si bien con una menor proporción de emisiones a medio y largo plazo.

Gráf. 2 - VOLUMEN EMITIDO E INCORPORADO A NEGOCIACIÓN EN EL MARF DESDE SU CREACIÓN

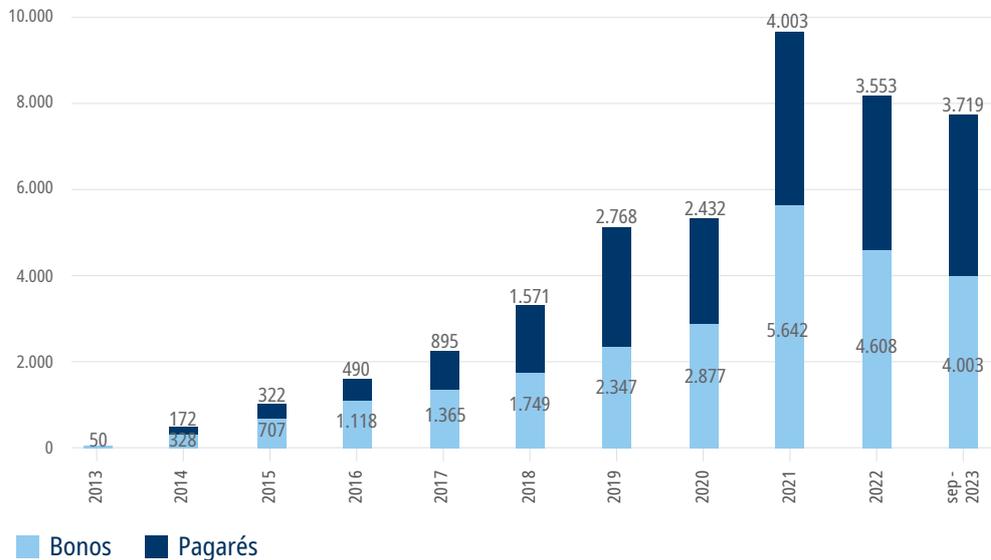
Desde 2013 hasta finales de septiembre de 2023. Datos en millones de euros



Fuente: MARF

Gráf. 3 - SALDO VIVO EN EL MARF DESDE SU CREACIÓN

Desde 2013 hasta finales de septiembre de 2023. Datos en millones de euros



Fuente: MARF

Por su parte, en relación al saldo vivo (Gráfico 3), destaca 2021, en el que el MARF se vio potenciado gracias a la colaboración con el Instituto de Crédito Oficial, que incluyó, como analizaremos más adelante, las emisiones de pagarés del MARF dentro de sus Líneas de Avals COVID-19.

En todos estos años, el Mercado también ha ido enriqueciéndose con la participación de un número cada vez mayor de entidades financieras comprometidas con su funcionamiento. Así, en la actualidad, 30 entidades ejercen la función de Asesor Registrado, acompañando a las compañías emisoras tanto en el momento inicial como durante el tiempo que están vivas las emisiones. El MARF cuenta también con 5 entidades intermediarias y con 18 entidades miembro, 11 de ellas bancos y 7 sociedades y agencias de valores.

30

entidades ejercen la función de Asesor Registrado

5

entidades intermediarias

18

entidades miembro:
11 de ellas bancos y
7 sociedades y agencias de valores

2.3. El MARF, también para financiar infraestructuras



25/11/14 Primera emisión de Bonos Proyecto por Vialio A31

Apenas un año después de su creación, el 25 de noviembre de 2014, se incorpora al MARF la primera emisión de bonos bajo el formato Bonos de Proyecto (*project bonds*), emitida por Vialio A-31 para financiar la construcción del tramo de la autovía A-31 entre Bonete y Alicante. Este hito es un fiel reflejo de la flexibilidad y capacidad de innovación que ha mostrado el MARF desde sus comienzos para ofrecer nuevas opciones de emisión a las empresas..

Los Bonos de Proyecto han ayudado a las empresas que necesitan financiación para la puesta en marcha o para el desarrollo de un determinado proyecto, especialmente los ligados a la construcción de infraestructuras, como autopistas, o las plantas de generación de energía renovable, como plantas fotovoltaicas o de energía eólica.

En estos 10 años han sido 9 las emisiones de Bonos de Proyecto admitidas a negociación en el MARF, consiguiendo movilizar recursos por un total de 607,4 millones de euros. Algunas de estas operaciones han sido pioneras en el mercado español, como lo fue el caso de Ekondakin, primera emisión de Bonos de Proyecto completamente *greenfield*, para la construcción de una planta de gestión de residuos y cogeneración en Zubieta, Guipúzcoa (año 2016). Entre las últimas operaciones, podemos destacar la realizada por la filial irlandesa de BlackRock, Traianus DAC, que ha registrado un programa de bonos en 2022 para la financiación de infraestructuras, habiendo colocado un total de 105,4 millones de euros a final de septiembre de 2023.

Siguiendo con las innovaciones que el MARF ha sido capaz de desarrollar para ofrecer nuevas opciones en las emisiones a largo plazo, cabe también destacar los Bonos de Titulización. La vía de los Bonos de Titulización ha resultado especialmente interesante y ha ofrecido un gran potencial de cara a las compañías de menor tamaño que deseaban obtener fondos en este mercado a través de esta fórmula, abriendo la posibilidad de acudir a ella con importes más reducidos que los que podían requerir otras emisiones que se lancen directamente y de forma individual por la empresa emisora. En estos 10 años se han colocado 4.569,9 millones de euros a través de emisiones de Bonos de Titulización. En muchos casos, estas emisiones están siendo utilizadas

para la introducción de novedosos procedimientos y fórmulas de financiación, que están posibilitando, entre otros aspectos, que los fondos obtenidos en el MARF lleguen a las empresas de menor escala y hasta a microempresas y autónomos que tienen dificultades obvias para acercarse a los mercados de capitales.

Por último, entre los productos a largo plazo en el MARF también se han incorporado las emisiones de Cédulas Hipotecarias y de Bonos Contingentes Convertibles (CoCos) utilizados por diferentes entidades financieras desde 2019, año en el que tuvo lugar la primera emisión. En estos diez años, las emisiones de Cédulas Hipotecarias han colocado un total de 550 millones de euros, y las de Bonos Contingentes Convertibles han supuesto un total de 129 millones de euros.

2.4. Amplitud sectorial en el MARF



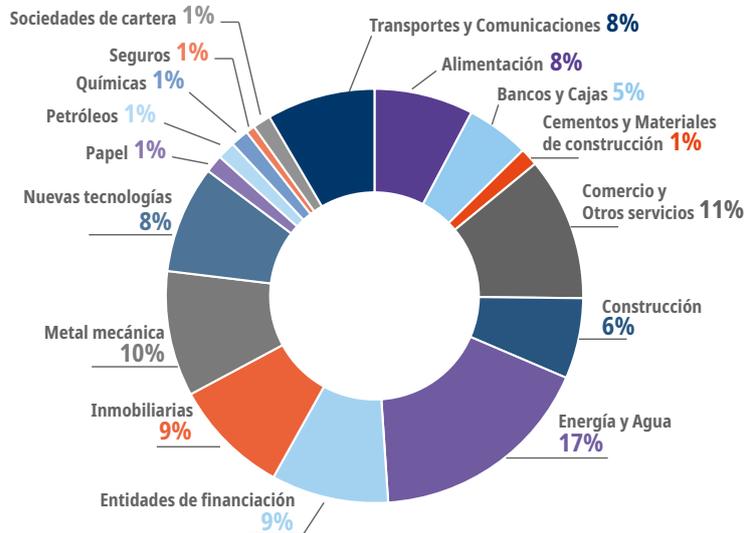
31/12/14 Los sectores empresariales presentes en el MARF ya eran 6

Desde sus comienzos se observó que el MARF iba a ser un mercado en el que cupiese una amplitud de compañías representantes de una gran diversidad de sectores de la economía. A cierre de 2014, con tan solo un año de vida, el MARF contaba ya con emisiones de 10 compañías pertenecientes a sectores tan distintos como construcción, nuevas tecnologías, comercio, energía y agua o entidades de financiación.

Este proceso hacia la diversificación sectorial en el MARF no ha hecho más que crecer y consolidarse en estos 10 años de vida. Prácticamente empresas de todos los sectores han realizado emisiones en este mercado. Si descendemos al detalle de los sectores tanto por número de emisores (Gráfico 4) como por volumen colocado (Gráfico 5), los que más destacan son los de energía y agua, comercio y otros servicios, metal mecánica, y nuevas tecnologías. No obstante, en este mercado lo que prima es la diversidad de actividades económicas presentes. De esta manera, el MARF está contribuyendo a solucionar el problema de acceso a la financiación ajena vía mercados a una gran diversidad de empresas independientemente de su sector de actividad y, por tanto, está fomentando el desarrollo y el crecimiento del tejido empresarial del país, y por ende de la economía. Por último, esta diversidad de sectores es también especialmente positiva para atraer inversores, dado que les permite diversificar sus carteras y ampliar la gama de empresas a las que tienen acceso.

Gráf. 4 - SECTORES A LOS QUE PERTENECEN LAS EMPRESAS EMISORAS EN EL MARF

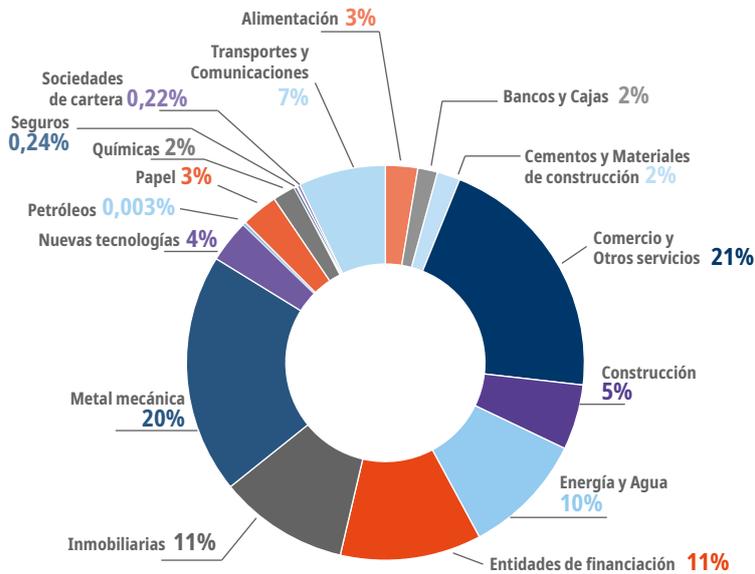
Por número de empresas



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF

Gráf. 5 - SECTORES A LOS QUE PERTENECEN LAS EMPRESAS EMISORAS EN EL MARF

Por volumen colocado



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF

2.5. El MARF, un mercado para todos los emisores: por situación bursátil, tamaño, edad y localización geográfica

30/6/15 Primera emisión de bonos de una cotizada en BME Growth, MásMóvil

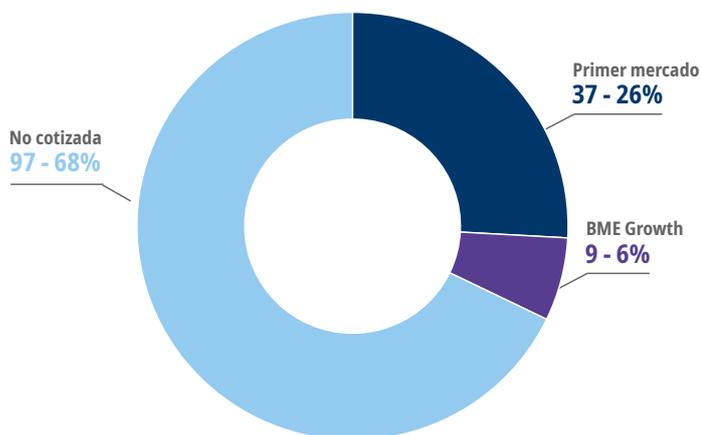
El 30 de junio de 2015 se produce la primera emisión de bonos de MásMóvil, una sociedad que por aquel momento cotizaba en el mercado alternativo bursátil (MAB), ahora denominado BME Growth, mercado especialmente dirigido a empresas de menor tamaño y con planes de expansión. Este hito viene a mostrar el camino emprendido por el MARF desde su fundación para convertirse en una alternativa de financiación vía mercados para todas las empresas en España, independientemente de su situación bursátil, tamaño, edad y localización geográfica. Después de 10 años de funcionamiento, el MARF ha logrado convertirse en un mercado para todos, como muestra la gran heterogeneidad de las empresas emisoras presentes en el mismo. Desde la perspectiva de los inversores institucionales, esta diversidad

de emisores ofrece a los mismos la posibilidad de ampliar sus carteras invirtiendo en empresas a las que no tenían acceso por otra vía al ser 100% privadas, enriqueciendo de esa manera la estrategia de diversificación de sus carteras.

A) Gran heterogeneidad de la situación bursátil de los emisores.

Atendiendo a la situación bursátil de los emisores en estos 10 años (Gráfico 6), podemos observar que el grueso de emisores más importante en el MARF lo constituyen las empresas no cotizadas, con un 68% del total. Por otro lado, el 32% de las empresas emisoras son cotizadas. Con respecto a las cotizadas, 37 están presentes en el primer mercado y otras 9 cotizan en el mercado BME Growth. En definitiva, estos datos muestran que en estos 10 años el MARF se ha convertido en una opción de financiación tanto para compañías cotizadas como para no cotizadas, y especialmente a estas últimas se les ha abierto un abanico de instrumentos de financiación que hasta el momento les resultaba desconocido y poco accesible.

Gráf. 6 - DIVERSIDAD DE LOS EMISORES EN EL MARF EN FUNCIÓN DE SU SITUACIÓN BURSÁTIL
En número y porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF

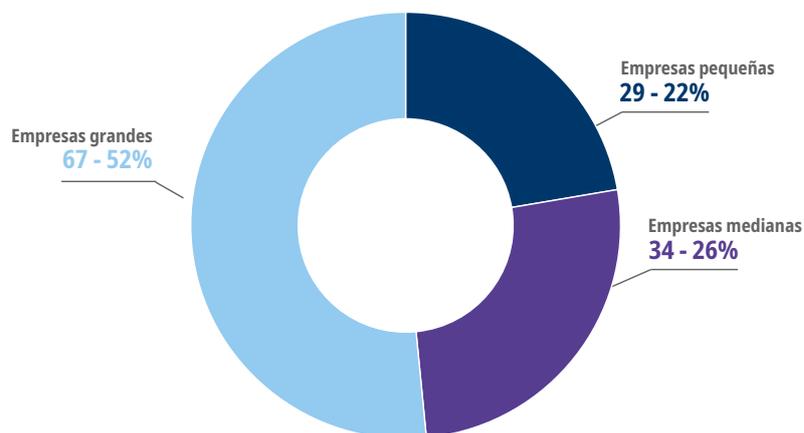


B) Gran heterogeneidad de los emisores por tamaño.

En estos 10 años, observamos que entre los 130 emisores españoles, empresas de diferente tamaño han tenido presencia en este mercado. Mientras un 51% de las empresas o grupos empresariales que acceden al MARF son grandes, el 34% son empresas medianas y el 23% son pequeñas¹ (Gráfico 7). Por tanto, igualmente, el MARF ha logrado no solo incorporar a empresas grandes que no tenían experiencia previa en los mercados de renta fija, sino a empresas medianas y pequeñas que por su menor tamaño tendrían dificultades añadidas para poder acceder a financiación ajena a través de los mercados de renta fija en nuestro país.

Gráf. 7 - DIVERSIDAD DE LOS EMISORES EN EL MARF EN FUNCIÓN DEL TAMAÑO

En número y porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF y SABI

C) Gran heterogeneidad de los emisores por edad.

En función de la edad² (Gráfico 8), entre los emisores españoles que cotizan en el MARF, son las empresas menores de 20 años las que más han recurrido al mercado (un 56% de los emisores), mientras que las empresas maduras representan el otro 44%. Entre los emisores con menos de 20 años, 41 son de mediana edad (entre 10 y 20 años) y 32 son empresas jóvenes de menos de 10 años. Por tanto, el

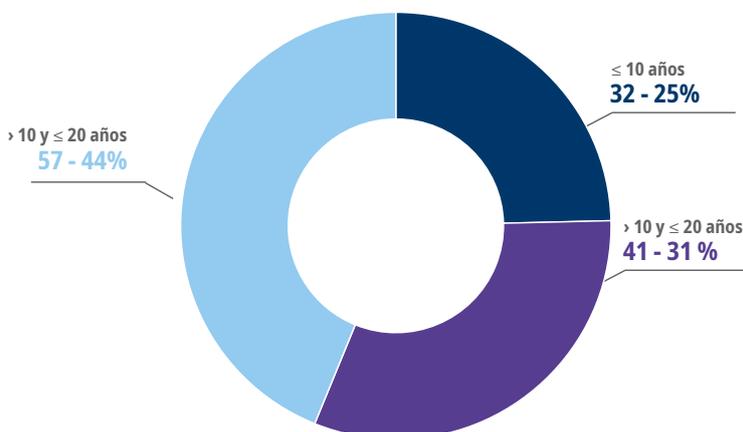
MARF, en estos 10 años, ha logrado convertirse en una alternativa de financiación para empresas que se encuentran en diferentes fases del ciclo de vida desde la juventud a la madurez. Debemos destacar, que el MARF ha conseguido que empresas más jóvenes, que tradicionalmente han tenido limitaciones y problemas para acudir a los mercados de renta fija que venían funcionando en nuestro país, puedan emitir deuda.

¹ En el estudio realizado, el tamaño de la empresa se define en función del número de empleados y siguiendo la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea, de 06 de mayo, sobre la definición de las pequeñas y medianas empresas (pymes): a) empresa pequeña, menos de 50 empleados, b) empresa mediana, número de empleados mayor o igual a 50 y menor de 250 y c) empresa grande, número de empleados mayor o igual a 250. El dato del número de empleados se toma de la base de datos SABI de Bureau Van Dijk (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). Por último, el número de empleados se toma en el año en el que el emisor realiza la primera emisión, y para aquellas empresas que han registrado un programa de pagarés y todavía no han emitido, tomamos como referencia el año en el que se registró el programa o, en su defecto, el último año disponible.

² Para la definición de la edad se siguen las mismas pautas que las dadas para el número de empleados en la nota a pie de página 1.

Gráf. 8 - DIVERSIDAD DE LOS EMISORES EN EL MARF EN FUNCIÓN DE LA EDAD

En número y porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF y SABI

D) Gran heterogeneidad de los emisores por Comunidades Autónomas.

Uno de los retos que tienen las distintas figuras de financiación, ya sean bancarias como alternativas, es llegar a las empresas de todos los territorios de un país. Existen estudios que relacionan las facilidades o problemas de acceso a la financiación de las empresas con el crecimiento económico de las distintas regiones, de ahí que una de las preocupaciones de los políticos europeos y nacionales sea trabajar para la reducción y eliminación de las divergencias regionales que puedan surgir por cuestiones de financiación, innovación, formación, etc. Por tanto, era relevante que el MARF, como una nueva figura de financiación, fuera capaz de alcanzar todas las comunidades autónomas de nuestro país. De hecho, han sido mucho los esfuerzos realizados por el MARF celebrando seminarios y conferencias en los distintos territorios para dar a conocer este mercado a las empresas y a los inversores.

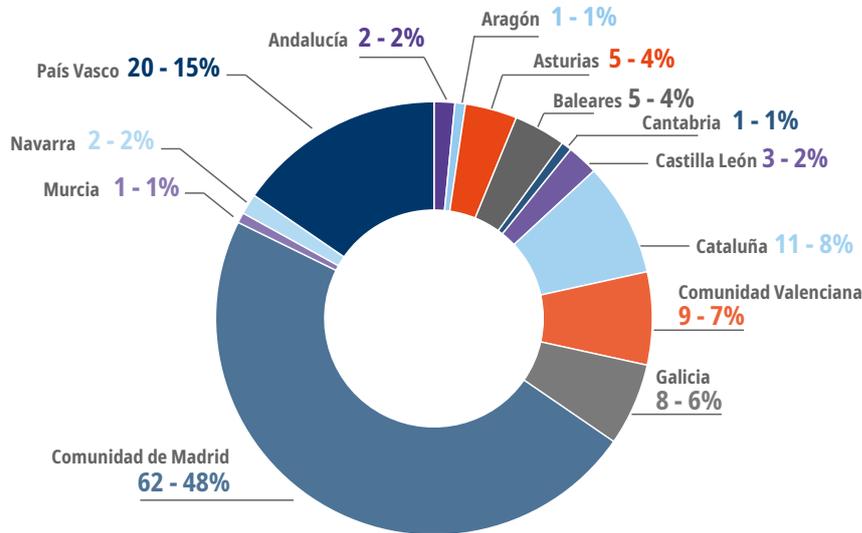
En estos 10 años, el MARF ha logrado que casi todas las comunidades se encuentren representadas entre los 131 emisores españoles (Gráfico 9). Madrid es la comunidad que cuenta con mayor número de empresas emisoras (48% del total), seguida por el País Vasco (15% del total) y Cataluña (8% del total). Estos resultados muestran que el MARF ha conseguido implantarse progresivamente en todo el territorio español como un instrumento de financiación para las empresas, independientemente de su ubicación geográfica.



Cada vez son más las empresas que están incorporando estos instrumentos a su estructura financiera, no ya como una alternativa, sino como una opción que complementa su financiación vía mercado de deuda.

Gráf. 9 - DIVERSIDAD DE EMISORES EN EL MARF POR CC.AA.

En número y porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF y SABI

2.6 La internacionalización del MARF: la llegada de emisores extranjeros



27/10/15 Primera emisión de una empresa extranjera, Sugal

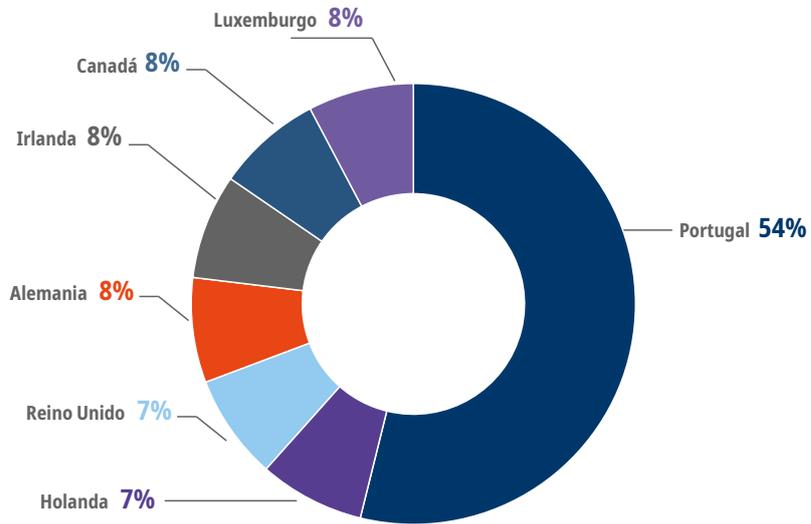
A los dos años de funcionamiento del MARF, el 27 de octubre de 2015, se admitía la primera emisión de una empresa extranjera, concretamente la emisión de bonos de la compañía portuguesa Sugal. Desde entonces el MARF ha continuado su proceso hacia la internacionalización, al principio de manera tímida, hasta 2018 sólo había 3 emisores extranjeros y después con más intensidad, llegando a alcanzar la cifra de 13 emisores internacionales a finales de septiembre de 2023. Si bien el MARF se creó a raíz de la crisis financiera para cubrir una carencia existente en España con respecto a la financiación alternativa a la bancaria, el MARF como cualquier mercado tiene la vocación de facilitar financiación no sólo a empresas españolas sino también a empresas internacionales. Esto último no es siempre fácil de conseguir por los mercados, de ahí el gran logro alcanzado por el mercado hacia su internacionalización en estos diez años.

Con respecto al origen de los emisores internacionales que cotizan, hay que destacar cómo se ha ido ampliando el abanico de nacionalidades presentes en el MARF: siete

entidades portuguesas, una luxemburguesa, una británica, una holandesa y en los últimos tiempos una canadiense, una alemana y una compañía irlandesa (Gráfico 10). El MARF permite a estas empresas emitir deuda, y tener acceso a nuevos inversores tanto españoles como de otras procedencias que de esta forma amplían sus opciones de inversión. Como era de esperar, la proximidad geográfica y cultural con Portugal favorece que las empresas portuguesas sean las mayoritarias, representando el 54% de los emisores foráneos. Por último, conviene resaltar que los sectores de actividad de los emisores extranjeros son también muy diversos, abarcando, entre otros, el financiero, los bienes y servicios de consumo, y el de la energía. Todo ello, junto con la integración de BME en el grupo suizo SIX, gestor de infraestructuras de mercados financieros de dimensión mundial, está favoreciendo el proceso de internacionalización del MARF.



Gráf. 10 - EMISORES EXTRANJEROS EN EL MARF POR PAÍS DE ORIGEN



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF





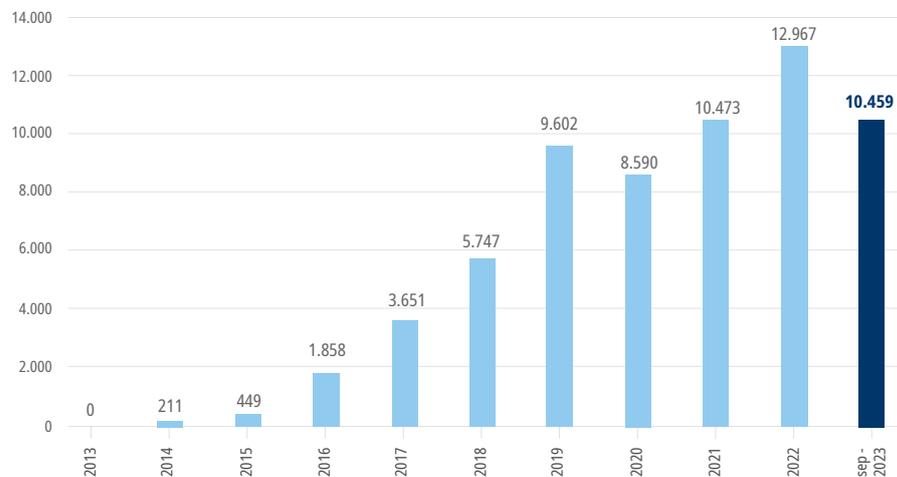
2.7 Desarrollo del mercado de pagarés

 **31/5/17 El saldo vivo en Pagarés alcanza los 1.000 millones de euros**

Otro de los hitos en el desarrollo del MARF se produjo cuando en mayo de 2017 el saldo vivo en Pagarés (pagarés y pagarés titulizados) alcanzó los 1.000 millones de euros. El mercado ha sido, y sigue siendo, muy activo en estas emisiones a corto plazo. En el Gráfico 11 se detallan los importes emitidos anualmente desde 2013. Como podemos apreciar, el crecimiento ha sido espectacular. En total, desde el inicio, asciende a 64.007,06 millones de euros mediante pagarés emitidos en este mercado.

Gráf. 11 - VOLUMEN DE PAGARÉS EMITIDO EN EL MARF DESDE SU CREACIÓN

Desde 2013 hasta finales de septiembre de 2023. Datos en millones de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF

Los pagarés son activos a corto plazo, de duración mínima de tres días hasta 24 meses, que se emiten al descuento, con rendimiento implícito. En multitud de ocasiones las emisiones se realizan al amparo de un programa con vigencia de un año y que establece un saldo máximo de emisión, permitiendo gran flexibilidad en cuanto a plazos. El procedimiento de emisión es por adjudicación directa, con el acuerdo entre el emisor y los inversores que participan en ellos. En la actualidad el MARF cuenta con programas de pagarés de 88 emisores.

Por la experiencia de estos años, se ha podido comprobar que una vez que una empresa se decide a realizar la primera emisión, la mayoría repite, lo que muestra con mucha claridad la capacidad que tiene el mercado de aportarles financiación. También la importancia de este producto reside en que suele suponer el primer acercamiento a los mercados. Lo usual es que las compañías se atrevan en primera instancia con un programa de pagarés para hacerse con el pulso del mercado y posteriormente den el salto a emitir a medio o largo plazo.



2.8. La canalización en el MARF de los compromisos de sostenibilidad



11/11/19 Primera emisión de bonos verdes: Greenergy

El 11 de noviembre de 2019 se admite en el MARF la primera emisión de bonos verdes por parte de la compañía Greenergy, uniéndose de esta manera el MARF a una de las revoluciones que está viviendo la sociedad y la economía mundial y española, con la incorporación de los criterios y objetivos de sostenibilidad en las financiaciones. En este contexto, el MARF y todos los mercados financieros juegan un papel fundamental para canalizar y por tanto financiar estos compromisos de sostenibilidad. Según datos del Informe Anual OFISO de Financiación Sostenible 2022, España se encuentra entre los diez primeros países a nivel mundial en emisiones ESG.

Desde esa primera emisión de bonos verdes en 2019, las emisiones de esta naturaleza en el MARF no han dejado de crecer. A finales de septiembre de 2023, se ha alcanzado la cifra de 13 emisiones de bonos ESG por un volumen total de 707,5 millones de euros. En estas emisiones han participado 10 empresas de sectores tan diversos como energía, comercio e industrial. Además, el MARF también ha logrado que a las

emisiones a largo plazo sostenibles se incorporen las titulaciones de bonos verdes, una en 2020 y otra en 2021.

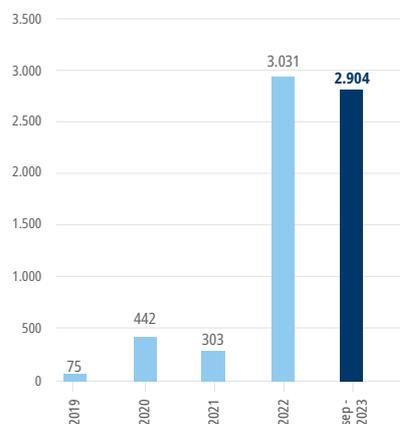
Este proceso hacia la sostenibilidad no hubiera sido completo sin la incorporación de las emisiones a corto plazo como los programas de pagarés sostenibles. El primer programa de pagarés verdes fue registrado en 2021 y el primero ligado a la sostenibilidad fue registrado en ese mismo año. Desde entonces, 25 programas de pagarés sostenibles han sido registrados por 17 emisores, alcanzando el total nominal emitido los 6.046,6 millones de euros. Gracias a estas emisiones a corto plazo, nuevos emisores de sectores como energía, comercio, metal mecánica o alimentación se han incorporado al movimiento de la financiación verde y sostenible.

En definitiva, en estos 10 años el MARF ha logrado que las emisiones de deuda sostenible lleguen a las medianas y pequeñas empresas, experimentado un crecimiento espectacular tanto las emisiones a largo plazo como las de a corto plazo (Gráfico 12). Esta diversidad de emisiones sostenibles en el MARF está también siendo muy positiva para los inversores, dado que les permite diversificar sus carteras incorporando criterios de sostenibilidad tan demandados tanto por los nacionales como los extranjeros.

→ **El MARF y todos los mercados financieros juegan un papel fundamental para canalizar y, por tanto, financiar los compromisos de sostenibilidad.**

Gráf. 12 - EMISIONES VERDES, SOSTENIBLES, SOCIALES Y LIGADAS A LA SOSTENIBILIDAD EN EL MARF

Desde 2019 hasta finales de septiembre de 2023. Datos en millones de euros



Nota: En el caso de Pagarés se considera el saldo vivo máximo del Programa

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF

2.9 El MARF, un poderoso instrumento de colaboración público-privada



6/5/20 Publicación en el BOE del Marco de los Avales del ICO en el MARF

El funcionamiento básico del MARF en su papel de intermediario entre empresas emisoras e inversores ha venido a enriquecerse con la aparición de esquemas en los que intervienen de forma añadida otras entidades interesadas en facilitar, diversificar y mejorar la financiación de las PYMES. Todos ellos han propiciado una fructífera colaboración público-privada con la que el MARF ha salido potenciado.

En este sentido, hay que destacar la novedosa colaboración que se produjo en 2020 con el Instituto de Crédito Oficial, ICO, cuando el 21 de abril de 2020 el Gobierno aprobó la

inclusión de las emisiones de pagarés del MARF dentro de sus Líneas de Avales COVID-19.

No ha sido la única colaboración con entidades del sector público. Así, por ejemplo, la intervención de la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, CESCE, a través de su nuevo Fondo de Titulización favorecen la amplitud del mercado. En otros casos, el apoyo ha venido de la adquisición de parte del volumen emitido, como también ocurre en el caso del ICO, facilitando la financiación directamente a la empresa mediante la inversión en los pagarés que emite. O como es el caso de la Compañía Española de Financiación del Desarrollo, COFIDES, participando en emisiones de bonos con objetivos de internacionalización. Son entidades que venían financiando directamente a las empresas y que ahora lo hacen de esta forma innovadora, con la que consiguen apalancar más su apoyo.

➔ **En 2020 se produjo la novedosa colaboración con el Instituto de Crédito Oficial, ICO, cuando el 21 de abril el Gobierno aprobó la inclusión de las emisiones de pagarés del MARF dentro de sus Líneas de Avales COVID-19.**



2.10. La resiliencia del MARF ante los diferentes entornos de tipos de interés

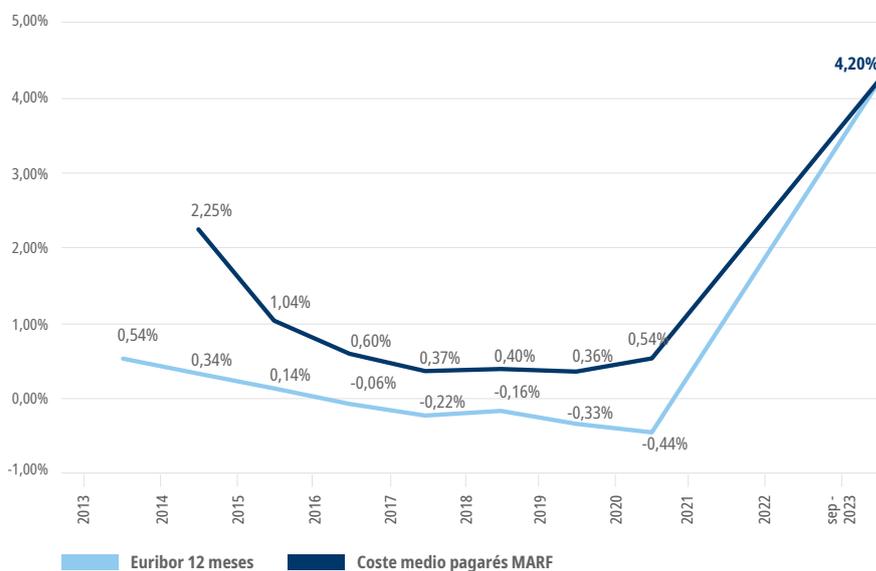


21/7/22 Primera subida de tipos de interés por parte del BCE después de una década

Los mercados financieros no son entes aislados, sino que deben adaptarse a las condiciones cambiantes del entorno y una de las variables claves para los instrumentos de renta fija son los tipos de interés. La creación y los primeros 8 años de vida del mercado han venido acompañados de un nivel de tipos de interés extremadamente bajos. Como podemos

ver en el Gráfico 13, el Euríbor a 12 meses, cuando comenzó a andar el mercado, en octubre de 2013, se situaba en el 0,54%, pero incluso siguió descendiendo, y tres años después se situaba en terreno negativo. Así permaneció hasta que en marzo de 2022 inició una escalada muy empinada: en año y medio ha subido hasta el 4,2%. Este indicador, el Euríbor a 12 meses, que sigue estrechamente la evolución de los tipos de interés oficiales que fija el Banco Central Europeo, es el que típicamente señala el coste de la financiación empresarial a tipo variable, pero también el tipo fijo, porque lo condiciona fuertemente.

Gráf. 13 - EVOLUCIÓN DEL EURÍBOR Y DEL TIPO MEDIO DE LAS EMISIONES DE PAGARÉS EN EL MARF
Desde 2013 hasta finales de septiembre de 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España y del MARF

➔ **Los volúmenes de emisión se vieron afectados de manera muy relevante durante la última parte de 2022 y sufrieron caídas significativas como consecuencia del fuerte cambio en las condiciones de política monetaria del BCE, pero en los primeros 9 meses de 2023 se han recuperado notablemente.**

El MARF, por tanto, ha tenido un entorno de tipos de interés muy propicios para la financiación durante casi toda su vida. Siendo esto así, este último año, el mercado se ha visto sometido a una gran prueba, y se ha podido comprobar si el buen funcionamiento que ha experimentado con un entorno de tipos de interés sumamente bajos seguía manteniéndose cuando el panorama ha cambiado en ese aspecto completamente y de forma tan abrupta.

Con las radicales sucesivas subidas del precio del dinero, las emisiones en el MARF han experimentado dos cambios. El primero, y como no podía ser de otra forma, ha incrementado el coste medio de las emisiones. Los nuevos emisores y los que tienen que realizar nuevas emisiones para poder realizar las devoluciones de las que vencen, se ven obligadas a afrontar tasas más altas. Los precios de los pagarés y bonos se están viendo afectados al alza por ambas métricas, es decir, tanto por el incremento del Euríbor como por el aumento del diferencial aplicado.

En el Gráfico 13 también podemos apreciar cómo el coste medio de las emisiones de pagarés, producto que al emitirse a muy corto plazo acusa enseguida las variaciones de tipo de interés, evoluciona de forma paralela al Euríbor a 12 meses. Cuando se iniciaron las emisiones, se situó en el 2,25%, pero el descenso fue continuado, permaneciendo en torno al 0,5% cinco años, hasta que en julio de 2022 el Banco Central Europeo comenzó con las subidas de tipos para contener la inflación. En 2022 el coste medio alcanzó ya el 1,24% y en lo que llevamos de 2023, ha ascendido hasta el 4,22%.

Además ante la incertidumbre sobre hasta cuándo seguirán subiendo los tipos de interés e, importante, durante cuánto tiempo permanecerán los tipos en esos niveles tan altos, los emisores han tenido que enfrentarse a complicadas decisiones en cuanto al plazo para tratar de adaptarse a las demandas y expectativas de los inversores.

Así, los emisores tienen que decidir para sus nuevas emisiones sobre el plazo más adecuado, produciéndose un cambio en el plazo: las colocaciones a largo plazo se frenan. Los emisores apuestan por colocar pagarés a pocos meses, frente a los vencimientos más largos frecuentes hace un año, a pesar de que emitir a más corto plazo implica un mayor riesgo de refinanciación para los emisores, ya que supone llevar a cabo subastas con una mayor frecuencia. Por su parte, el mercado de bonos del MARF se ha ralentizado, a la espera de una menor incertidumbre en el escenario de los tipos de interés. Sólo las entidades más consolidadas pueden permitirse emitir a plazos más largos.

No obstante todo lo anterior, el MARF ha resistido el cambio de tipos de interés. Los volúmenes de emisión que se vieron afectados de manera muy relevante durante la última parte de 2022 y sufrieron caídas relevantes como consecuencia del fuerte cambio en las condiciones de política monetaria del BCE, en los primeros 9 meses de 2023 se han recuperado notablemente e, igualmente, se han visto las primeras colocaciones de bonos en el mercado. Por otro lado, la situación de tipos de interés altos y el más que posible fin a la escalada favorecen que los inversores entren en estas emisiones, ya que ofrecen rentabilidades muy atractivas.

→ **Un mercado de renta fija eficiente también es beneficioso para los inversores, ya que los títulos de deuda corporativos pueden ser valiosas oportunidades de inversión. Permiten una estrategia de inversión diversificada y una optimización del perfil de riesgo/rentabilidad de una cartera.**



3. RETOS Y PROPUESTAS PARA EL FUTURO

Para el futuro el MARF presenta ante sí importantes retos y oportunidades para su desarrollo. Uno de los principales retos que tiene el MARF es seguir creciendo, conseguir que la emisión de títulos de deuda se convierta en una fuente de financiación significativamente mayor para las empresas europeas, y más aún para las PYMES, que, a pesar de que son la columna vertebral de la economía europea, apenas se han atrevido todavía con los mercados, especialmente las de menor tamaño. Según el BCE, solo el 3% de las PYMES considera por ahora que los títulos de deuda eran una fuente potencial de financiación.

En este sentido, las administraciones públicas españolas deberían, al igual que han hecho algunos países europeos, poner en marcha planes destinados a apoyar a las PYMES en los costes asociados a su salida al mercado y también para los inversores que compran sus bonos. Disponer de mercados de renta fija corporativos exitosos es esencial para favorecer la financiación de la inversión y la creación de empleo.

Actualmente, para la Unión Europea resulta tan primordial fomentar la financiación vía mercados que la definió como uno de los objetivos principales del ambicioso proyecto denominado Unión del Mercado de Capitales. Así, concede tanta importancia al desarrollo de esta vía de financiación empresarial que trabaja de forma intensa para implantar medidas que impulsen y homogenicen su funcionamiento en el ámbito europeo. Queda mucho por hacer, porque todavía sigue siendo una fuente marginal de financiación en Europa, representando sólo el 4,3% de su pasivo total, cuando en EEUU las emisiones de deuda corporativa representan el 11% del pasivo total.

Para conseguir ese crecimiento, el MARF debe seguir en la línea de abrir el mercado a todo tipo de emisores. En estos diez años, cada vez son más las empresas que están incorporando estos instrumentos a su estructura financiera, no ya como una alternativa, sino como una opción que complementa vía mercado de deuda toda la gama de recursos financieros al que tienen acceso las empresas. Y el éxito ha venido de la mano del incremento de la diversidad, siendo capaz de acoger una amplísima tipología de emisores tanto por tamaño como por sectores. Para el futuro éste tiene que seguir siendo el camino: seguir dando entrada a empresas de diferente tamaño, desde las pequeñas a otras más grandes; con apenas años de vida hasta las más consolidadas; pertenecientes a todos los sectores que componen el PIB español; seguir con la apertura de la cotización de emisiones de compañías extranjeras y de empresas que procedan de todas las Comunidades Autónomas.

Para ello, va a ser clave que el MARF siga apostando por la comunicación, con jornadas de divulgación y formación para las PYMES, de manera que la cultura financiera y las posibilidades de este mercado no le sean ajenas.

De igual modo, fuente de éxito ha constituido también que el mercado también haya ido diversificando los productos emitidos y, además de las emisiones tradicionales de Obligaciones, Bonos y Pagarés, se hayan añadido emisiones de Cédulas Hipotecarias y de Bonos Contingentes Convertibles, así como otras operaciones destinadas a reforzar los recursos propios de sus emisores. De igual modo, el mercado ha sido capaz de introducir dos importantes innovaciones. La primera, los Bonos de Titulización de préstamos a PYMES, que ofrecen un importante potencial de cara a las

➔ **Disponer de mercados de renta fija corporativos exitosos es esencial para favorecer la financiación de la inversión y la creación de empleo.**

compañías de menor tamaño que deseen obtener fondos en este mercado a través de esta fórmula, a la vez que abren la posibilidad de acudir a ella con importes más reducidos que los que pueden requerir otras emisiones singulares que se lancen directamente y de forma individual. La segunda innovación la constituyen los Bonos de Proyecto (*Project Bonds*) que abren una nueva vía para aquellas empresas que apelen al mercado para la puesta en marcha o para el desarrollo de un determinado proyecto. Y, para el futuro, tendrá que seguir esforzándose por proporcionar productos que se adapten a cada una de las particularidades de los problemas de financiación de los emisores.

De forma añadida, además del funcionamiento básico del MARF en su papel de intermediario entre empresas emisoras e inversores, tiene que seguir enriqueciéndose con la aparición de esquemas en los que intervienen de forma añadida otras entidades. Entidades que tradicionalmente han venido apoyando a la PYME española han abierto esta misión para llevarla a cabo a través del MARF y no limitarse al apoyo vía financiación bancaria. Es el caso de la colaboración con el ICO y CESCE, que han proporcionado el aval y asegurar emisiones, o la adquisición de parte de las emisiones, como han realizado el ICO y COFIDES.

Y en esa expansión, el MARF tiene que seguir teniendo una especial sensibilidad con uno de los movimientos recientes más importantes de la economía mundial y española: la tendencia hacia la sostenibilidad. Esta sostenibilidad debe ser financiada, y es ahí, donde los mercados financieros pueden jugar un papel muy relevante. Según datos del Informe Anual OFISO de Financiación Sostenible 2022, España se encuentra entre los diez primeros países a nivel mundial en emisiones de bonos ESG, alcanzando tales emisiones los 21.777 millones de euros. El MARF, como el resto de los mercados de BME, está comprometido con la sostenibilidad.

Para el futuro, el reto es continuar el proceso ya emprendido de ser un instrumento de canalización de la financiación sostenible, esto es, de las emisiones sostenibles en todas sus modalidades y plazos. Este tipo de financiación cuenta cada vez en mayor medida con el interés y el favor de los inversores y se verá potenciada por las prioridades políticas y económicas definidas tanto a nivel mundial, europeo y español, que demandan a las empresas un mayor compromiso hacia la sostenibilidad. Todo ello les exigirá mayores requerimientos medioambientales, sociales y de gobernanza, que habrán de acometer y financiar.

Por último, no puede dejar de señalarse que un mercado de renta fija eficiente también es beneficioso para los inversores, ya que los títulos de deuda corporativos pueden ser valiosas oportunidades de inversión. Permiten una estrategia de inversión diversificada y una optimización del perfil de riesgo / rentabilidad de una cartera. Son una herramienta adicional eficaz para mitigar algunos riesgos y equilibrar algunos pasivos. En Europa, los mayores inversores en bonos y pagarés corporativos de empresas no financieras son las compañías de seguros, fondos no monetarios y fondos monetarios de instituciones financieras. Desarrollar una labor activa para que dichos inversores conozcan mejor y se decanten por incluir en sus carteras los productos de este mercado es otra de las misiones que tiene el MARF para el futuro.

De todo ello dependerá que los firmes cimientos que se han puesto en estos primeros diez años de actividad sirvan para construir el edificio sobre el que se desarrollen los mercados de capitales del futuro en España.



El MARF, en su papel de intermediario entre empresas emisoras e inversores, tiene que seguir enriqueciéndose con la aparición de esquemas en los que intervienen de forma añadida otras entidades.



Más información en nuestra web



¡MARF celebra 10 años de éxitos!

Contacte con nosotros en redes sociales:



BME
Bolsas y Mercados Españoles
Plaza de la Lealtad, 1
Palacio de la Bolsa
28014 Madrid

www.bolsasymercados.es