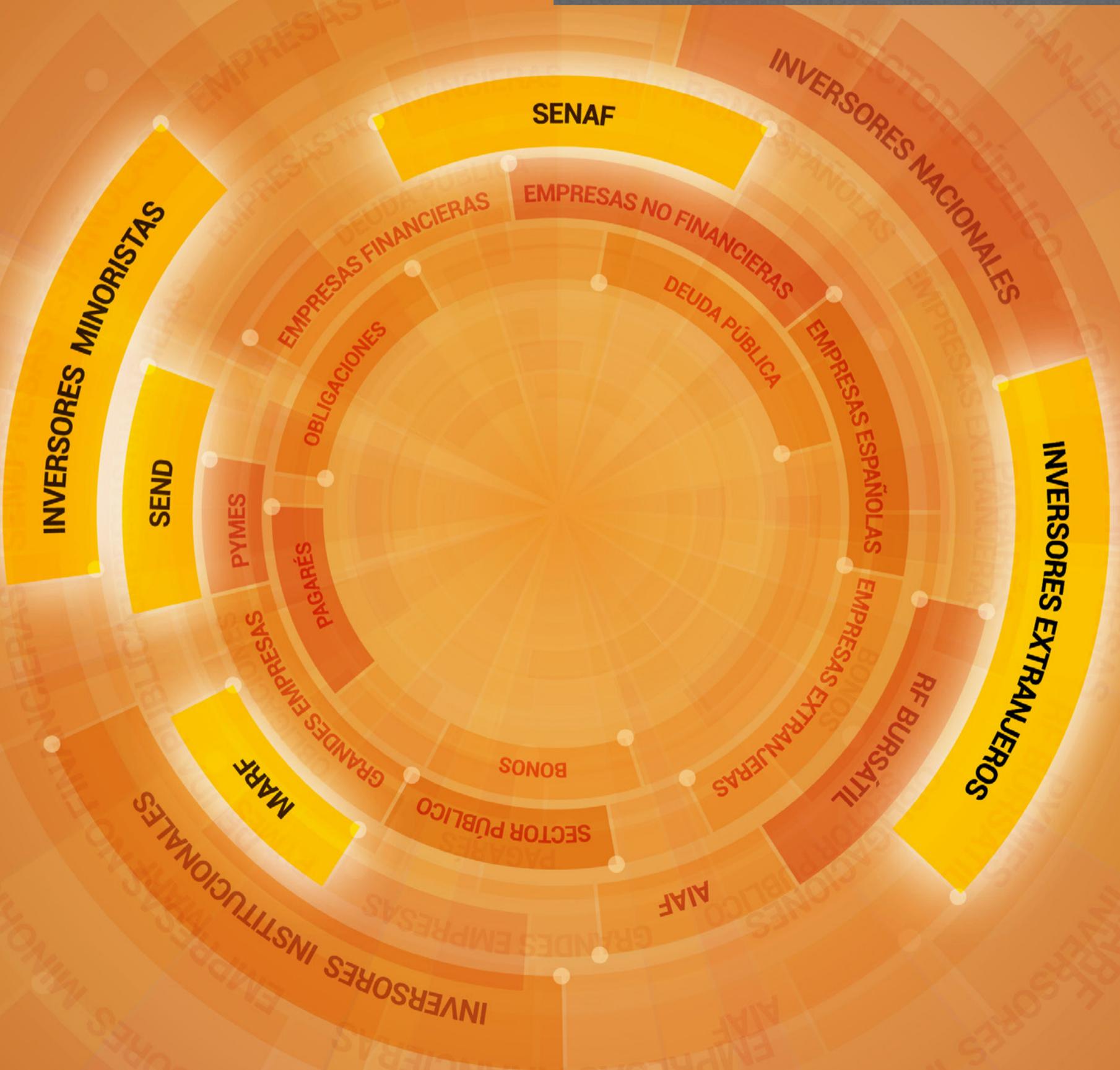




El desarrollo y evolución de plataformas de emisión y negociación como el MARF y el SEND son exponentes de los cambios que se están produciendo en los circuitos de financiación e inversión en España

son exponentes de los cambios que se están produciendo en los circuitos de financiación e inversión en España



Nuevos tiempos para la renta fija

La coyuntura económica global y más particularmente de España, la nueva regulación financiera y los mercados y plataformas desarrollados por BME están contribuyendo a impulsar la emisión de instrumentos de deuda como alternativa de financiación para la empresa española. Se inaugura un nuevo tiempo en el que la renta fija goza de mayor liquidez y las opciones de emisión e inversión aumentan para un grupo de agentes cada vez más amplio y diverso.

José Manuel Del Puerto
ELBOLETIN.COM

La empresa española ha sabido hacer virtud de la necesidad. Un número creciente de compañías, cotizadas o no, ha dado un paso al frente para diversificar su modelo de financiación aprovechando las circunstancias económicas que así lo vienen aconsejando. Un escenario en el que la emisión de títulos de renta fija de muy distinta naturaleza se ha descubierto como hoja de ruta preferencial para aliviar su, hasta ahora, excesiva dependencia de un crédito bancario que está muy lejos de fluir como hace unos pocos años atrás.

Las estructuras de financiación que hasta ahora regían en el panorama corporativo español se han revelado insostenibles en el actual escenario económico. No son pocas las compañías que han terminado abocadas a procesos concursales a causa de un modelo fundamentado en exceso en el crédito bancario. A veces, incluso, con demasiado protagonismo de una única entidad como fuente de capitales. Las sucesivas rondas de recapitalización y fusiones que han tenido lugar en Europa, y más especialmente en España, han provocado una contagiosa determinación a buscar

nuevas opciones que capeen la escasez de crédito y la forzosa vinculación de los proyectos empresariales a la marcha del negocio bancario, pendiente a su vez de sus propias y crecientes necesidades de capital y tesorería.

Cada vez son más las compañías no financieras que se han lanzado a emitir títulos de deuda, un terreno para muchas desconocido hasta ahora (ver gráficos de página 12). Una brusca vuelta de tuerca que poco a poco acerca la estructura de financiación de la empresa española a la de sus rivales estadounidenses, y también a la de buena parte de sus vecinas europeas. Una circunstancia que en los últimos tiempos se vie-

ne apuntando desde distintas instituciones empresariales, financieras e incluso gubernativas. Según un reciente informe de la Fundación de Estudios Financieros (FEF), el camino a recorrer aún es largo pues mientras que en EEUU la empresa no financiera copa un tercio del volumen de emisiones vivas de renta fija del país, en la Zona Euro es la banca la que aglutina el 90% del volumen vivo de renta fija corporativa, lo que deja la presencia del sector no financiero europeo en este terreno en una participación casi testimonial. Esto parece que poco a poco va cambiando.

El ritmo de emisiones de instrumentos de renta fija europea se ha multiplicado en el último año y

Alfredo Blanco López,
DIRECTOR FINANCIERO DE COPASA



«Emitir en el MARF transmite seriedad, profesionalidad y estabilidad»

¿Por qué lanzarse ahora a una emisión de renta fija?

De una parte, la coyuntura económica nacional y, en concreto, la situación de la banca que incluso ha generado dudas en torno a la continuidad de sus procesos nos empuja a valorar de forma muy positiva fuentes alternativas de financiación. De otra, el proceso de expansión internacional en el que se encuentra inmersa Copasa. Siendo el pilar de nuestro crecimiento, queremos dotarle de los medios necesarios para asegurar que podremos centrar nuestros esfuerzos en continuar en esta línea.

¿Por qué en el MARF?

Pensamos que nos abriría la puerta hacia inversores internacionales con apetito por el mercado

español. Y, efectivamente, así ha sido. Nuestra salida al MARF ha tenido una acogida nacional y sobre todo internacional muy positiva, sin tener que recurrir a emisiones en un mercado extranjero. Obviamente, entendemos que haber sido pioneros supuso el hándicap añadido de poner en funcionamiento los engranajes de un mercado nuevo. No fue sencillo pero fue clave el apoyo recibido y la profesionalidad demostrada por todas las partes implicadas en el lanzamiento de la emisión y, a su vez, la ilusión con que colaboramos por arrancar y sacarlo adelante.

¿Desde entonces, ha ganado visibilidad la compañía?

Hemos percibido que nuestros stakeholders han percibido la operación como algo muy positivo. Es por todos conocido el grado de exigencia en información, organización y documentación necesario para obtener un rating y para hacer efectiva una colocación, sin olvidar los requerimientos y responsabilidades posteriores que derivan de haber salido al mercado. Así, entendemos que haber emitido en

medio. En territorio de la moneda única europea, el volumen emitido en renta fija engorda a razón de un 10% anual y el volumen total vivo alcanza los 22 billones de dólares, una cifra muy próxima ya a los 35 del mercado estadounidense; con una cultura de apelación a los mercados mayoristas de financiación mucho más dilatada. Un cambio que las instituciones públicas también están promoviendo con el objetivo de que el necesario desapalancamiento del sector bancario no termine traducándose en un mayor frenazo de la actividad empresarial y, por extensión, en una profundización más dramática de la ralentización de las economías nacionales.

En este sentido, la creciente apelación de los gobiernos al mercado de deuda para esquivar la caída de ingresos públicos por la vía de los impuestos ha servido también de revulsivo para las compañías privadas. El éxito obtenido en sucesivas emisiones en las que las ratios de colocación han alcanzado cotas insólitas y los tipos de interés se han reducido hasta mínimos históricos ha sido el revulsivo que muchas compañías estaban esperando para decidirse a tantear el mercado. Tal ha sido el caso de España, con cifras insólitas en algunas series de bonos del Tesoro a medio y largo plazo y la celebración de varias subastas sindicadas que han ayudado a aliviar los costes que durante los años más duros

el MARF transmite un mensaje de seriedad, profesionalidad y estabilidad a nuestro entorno.

Igualmente, haber sido los primeros en esta plataforma dio y sigue dando lugar a numerosas menciones en prensa y a nuestra participación en actos y eventos públicos. Todo ello ha ayudado a difundir nuestro nombre y ampliar el conocimiento e interés por nuestro Grupo.

¿Qué valoración hacen de su emisión?

Como es natural, tiene un coste superior a la financiación bancaria tradicional, pero que entendemos razonable por aportar un valor añadido adicional. Además, los trámites son sencillos siempre que los flujos internos de información se encuentren adecuadamente preparados, actualizados y estandarizados. Un proceso necesario y razonable a la par que meticuloso y exigente. Son de destacar frente a otras opciones, la sencillez de la interlocución y de los requisitos legales por tratarse de un mercado nacional así como la flexibilidad que se ofrece en volúmenes y plazos.

¿Realmente hay apetito por la deuda corporativa española?

La acogida del mercado fue excepcional. En sólo tres horas quedó cubierta la emisión. Encontramos un apetito en fondos de inversión internacionales en busca de rentabilidades atractivas con un riesgo sólido, sostenible y con perspectivas de futuro que incluso superó nuestras expectativas. También en el mercado nacional fuimos bien recibidos. Estamos muy satisfechos con la acogida a Copasa.

¿Por dónde pasan ahora los planes de financiación de la compañía?

Se barajan constantemente nuevas posibilidades de inversión y financiación porque nuestro negocio así lo requiere. Los fondos obtenidos se están destinando principalmente a potenciar y asegurar nuestro crecimiento internacional. Se diversifica a la par la procedencia de nuestra financiación y, por tanto, los riesgos asociados. La emisión del MARF nos ha ayudado a equilibrar nuestra estructura de deuda de la forma que mejor se adapta a nuestro modelo de negocio.

Cae la Deuda Bancaria... crece la financiación con Renta Fija



Ver PDF



Gráfico 1

Cae el endeudamiento bancario de las empresas no financieras

Endeudamiento financiero total con Entidades de Crédito de las empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros.
Datos de cierre de 2010 y 2013



Gráfico 2

Se incrementa el uso de instrumentos de RF en las empresas no financieras (I)

TOTAL de Obligaciones y Valores Negociables de las empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros.
Datos de cierre de 2010 y 2013



Gráfico 3

Se incrementa el uso de instrumentos de RF en las empresas no financieras (II)

Obligaciones y Valores Negociables a CP (pasivo corriente) de las empresas no financieras del IBEX 35

Millones de euros.
Datos de cierre de 2010 y 2013



de esta crisis económica habían tenido que asumir las arcas del Estado para seguir contando con fondos.

El compromiso de lo público

La esfera pública no ha contribuido al cambio sólo con este interesado ejemplo. En el caso particular de España, que es un reflejo exponencial de lo que está ocurriendo en menor medida en el resto de Europa, distintas instancias gubernativas han alentado el salto al mercado mayorista de financiación. Especialmente, a los mercados nacionales, más próximos a la realidad de sus compañías y sensibles a sus necesidades específicas.

Una de las instituciones más activas en facilitar y provocar este cambio de esquemas ha sido la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Más allá de su estrecha colaboración en el desarrollo de nuevas plataformas como el Mercado Alternativo

de Renta Fija (MARF) gestionado por BME, sus más altos cargos se han mostrado decididos a hacer que las empresas españolas se animen a emitir renta fija. Y a que lo hagan aquí porque esto es otra asignatura pendiente. Y es que, según datos de BME y Dealogic, de los 136.000 millones de euros colocados desde el año 2013, más de 61.000 millones están registrados en mercados internacionales.

El secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, Fernando Jiménez Latorre, es otro de los abanderados de este cambio de tercio que se va abriendo paso en el panorama corporativo español. Una muestra de esta decidida apuesta desde lo público por facilitar el cambio en el modelo de financiación del sector privado es la reciente [modificación de la Ley de Sociedades de Capital](#) para eliminar algunos de los límites que hasta ahora regían a la hora de determinar los volúmenes máximos de ciertas emisiones.

Antes de eso, la CNMV en colaboración con



El ritmo de emisiones de instrumentos de renta fija europea se ha multiplicado en el último año y medio. En territorio de la moneda única europea, el volumen emitido en renta fija engorda a razón de un 10% anual y el volumen total vivo alcanza los 22 billones de dólares

BME se había encargado de equiparar a Europa otros requisitos que hasta hace no mucho tiempo venían ejerciendo como barrera para algunas compañías interesadas en emitir o para hacerlo en España. En este sentido, destaca la posibilidad de emitir en mercados nacionales pero amparándose en regulaciones extranjeras, la no revisión del folleto de la operación cuando ésta va dirigida a inversores cualificados y la reducción a cinco días del plazo de admisión a negociación de los valores emitidos. Factores que, según los expertos, están detrás de que La Caixa se haya decidido a emitir en España y la empresa pública Adif haya decidido cambiar por Madrid su plaza habitual, la irlandesa Dublín, para siguientes colocaciones.

Europa marca la pauta... y Draghi hace el resto

Pero el impulso al cambio no llega únicamente desde el interior de las fronteras nacionales. Bruse-

las también ha puesto de su parte en el empujón que han recibido las compañías para lanzarse a emitir deuda, especialmente aquellas de menor tamaño. La nueva Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, la conocida como MiFID II, que el Parlamento Europeo ratificó el pasado 16 de abril y se va transponiendo a la normativa de los 28 países miembros de la Unión Europea más Noruega, Islandia y Liechtenstein, pretende potenciar la transparencia y liquidez de los mercados de renta fija del Viejo Continente para su convergencia con los de renta variable.

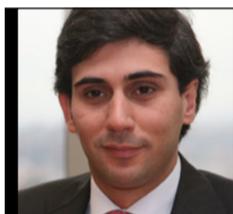
A este objetivo de hacer más apetitosos y accesibles los mercados de deuda, habitualmente menos frecuentados por los pequeños inversores, ha contribuido también el Banco Central Europeo (BCE) y muy especialmente su presidente, el italiano Mario Draghi. Sus más recientes discursos en defensa del euro y la economía de la Zona Euro han espolado la negociación en una deuda soberana que ha visto caer sus tipos de interés hasta cotas hasta ahora

insólitas. Una circunstancia que se ha contagiado poco a poco a la deuda corporativa, posibilitando emisiones por importes, plazos y costes inauditos en los últimos años.

Las operaciones de financiación bancaria a largo plazo lanzadas por la entidad central europea, las conocidas como barras libres de liquidez, también han ayudado a disparar los volúmenes de negociación en los mercados secundarios de renta fija, haciéndolos más líquidos. Ese es precisamente uno de los principales objetivos de Bruselas, para que los inversores de carteras más modestas dejen atrás el temor a quedar atrapados en sus posiciones, circunstancia que pocas veces se plantean a la hora de

apostar por acciones, fondos cotizados (ETF, por sus siglas en inglés), opciones, futuros y otros productos de renta variable.

Favorecer la actividad y la liquidez en los mercados de renta fija es un objetivo declarado e impulsado con iniciativas concretas por BME (véase el SEND) desde hace años. En este contexto, el cambio de percepción de inversores y emisores de todo el mundo sobre la situación de la economía española debe de servir para facilitar la consolidación de un despegue de los mercados de renta fija española en el terreno de la participación de más protagonistas en todos los ámbitos.



Alejandro González de Aguilar del Canto,
SENIOR MANAGER DE ASESORAMIENTO FINANCIERO EN [DELOITTE](#)

«Compañías que nunca se plantearían emitir deuda lo acabarán haciendo»

¿Las compañías españolas se plantean más ahora la posibilidad de emitir deuda?

Las pymes han acogido muy bien el lanzamiento del MARF como mecanismo para financiarse vía mercado de capitales. Ahora bien, dicho interés viene acompañado en la mayoría de los casos de un desconocimiento del proceso de emisión que provoca ciertas reticencias.

A medio plazo, consideramos que éstas irán desapareciendo conforme vayan saliendo nuevas emisiones en diferentes sectores de actividad. En este sentido, hay que señalar que todos los agentes que participan en el mercado están haciendo una intensa campaña de divul-

gación desde sus diversos roles. Compañías que nunca se plantearían emitir deuda lo acabarán haciendo.

¿Gozan de buena salud los mercados de renta fija en España?

Los mercados españoles gozan de buena de salud. En especial, el MARF ya que permite el acceso a los mercados de emisores diferentes a las compañías que tradicionalmente lo han hecho en España. Algo a lo que hay que añadir el apetito de los inversores por valores españoles. Si bien cada emisión es diferente y requiere un mercado específico, para emisiones con un volumen menor, el marco que ofrece actualmente el MARF es muy favorable en términos de costes de emisión y trámites.

Desde Deloitte, ¿cómo se valora el giro hacia los mercados de capitales en estos momentos de crisis económica?

Las emisiones de deuda en el mercado de capitales son una fuente de financiación a la que las empresas

Nuevas plataformas para nuevos inversores

Son tiempos de cambio y de renovado interés por la renta fija. Los operadores de los mercados de valores están haciendo un gran esfuerzo por desarrollar nuevas plataformas de negociación y adaptar las ya existentes para dar cabida a un mayor número de inversores, emisores y productos. Uno de los más activos en esta línea ha sido el español BME, debido en buena medida a la coyuntura específica de la economía nacional y a la escasa presencia de que hasta ahora gozaban los inversores minoristas en unos mercados de deuda que gracias a las reformas

ya mencionadas salen a su encuentro. En España los productos de renta fija directa están escasamente representados en el patrimonio financiero familiar. Según la última Encuesta Financiera de las Familias que elabora cada dos o tres años el Banco de España estos productos financieros tienen un peso del 2-3% en la cartera familiar frente a un 5-6% en Europa. Esta realidad se explica por barreras de entrada que tienen que ver con la complejidad de los accesos a los mismos y una oferta reducida y tradicionalmente colocada a través de mercados extranjeros. Esta lejanía comienza a revertirse lentamente gracias a iniciativas como el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) para minoristas y las recientes modificaciones regu-

pueden acudir para cubrir sus necesidades de fondos. Cada empresa debe destinar estos fondos según su estrategia marcada: reestructuración, equilibrar el mix de fuentes de financiación, disminuir la dependencia bancaria, financiar nuevos proyectos o inversiones... Pueden ser una excelente alternativa para la obtención de financiación.

¿Por qué entra Deloitte en el MARF desde su comienzo como asesor registrado?

Desde el punto de vista como asesor de nuestros clientes, consideramos que es una iniciativa muy importante que no se debe de tratar como una fuente de financiación alternativa, sino como una fuente de financiación más. La mayoría de las compañías ha sufrido la restricción del crédito en los últimos años, del que tenían una excesiva dependencia. Aunque ahora hay síntomas de recuperación, todo apunta a que no va volver a ser como en época de bonanza. Todo responsable de una compañía tiene la obligación de

gestionar la combinación de fuentes de financiación de una manera equilibrada y evitar impactos como los vividos en los últimos años.

Deloitte es una firma de servicios multidisciplinar y desde la creación del MARF ha querido acompañar a sus clientes de una manera integral, en cualquier proceso de emisión de títulos de renta fija.

¿Cuál es su diagnóstico en cuanto a las condiciones de acceso a los mercados de renta fija españoles de las compañías nacionales?

Mi valoración es muy positiva. Se han simplificado significativamente los trámites y costes para la admisión a negociación. En lo que se refiere a costes asociados al proceso de emisión, también los diferentes agentes que participan en el proceso de emisión están haciendo un esfuerzo para ajustarse a las particularidades de las compañías y el volumen de las emisiones con el objetivo de incentivar nuevas operaciones.

MARF: una oportunidad de financiación para las empresas

Gonzalo Gómez Retuerto, DIRECTOR GERENTE DEL [MARF](#)

La puesta en marcha del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) responde a una clara voluntad de ampliar los canales a través de los que las medianas y pequeñas empresas pueden obtener recursos financieros, al tiempo que se ofrecen a los inversores institucionales nuevas opciones de inversión para sus carteras.

Es públicamente conocido que muchas empresas están teniendo serios problemas de financiación. Numerosos estudios muestran que las pequeñas y medianas empresas españolas tienen dificultades para acceder al crédito. La contracción del crédito bancario se ha convertido en un dañino factor para el sector empresarial. Este elemento, unido a la tradicional -excesiva- dependencia en nuestro país del crédito bancario ha amplificado el problema y ha comprometido la sostenibilidad y las posibilidades de expansión y crecimiento de muchas empresas en los últimos años.

Con el fin de dar cumplimiento a los requerimientos del MOU y siguiendo la iniciativa planteada del Ministerio de Economía y Competitividad, en septiembre de 2012 Bolsas y Mercados Españoles (BME) comenzó el desarrollo del marco jurídico y tecnológico de un nuevo mercado que facilitase el acceso a la emisión de instrumentos de renta fija por parte de las empresas. El trabajo realizado en coordinación con el Ministerio, la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) concluyó con el nacimiento del Mercado Alternativo de Renta Fija

(MARF), cuyo lanzamiento oficial tuvo lugar el 7 de octubre de 2013.

Formalmente se configura como un SMN

El MARF se configura formalmente como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), conforme a las exigencias de la normativa europea y española, y se desarrolla a través de una plataforma electrónica de negociación capaz de ofrecer mayor transparencia y liquidez, garantizar la mejor ejecución de las órdenes y, con ello, asegurar la necesaria protección del inversor.

Está gestionado y dirigido por AIAF, el Mercado de Deuda Corporativa de BME, y dispone de dos figuras principales como participantes: [Miembros](#) y [Asesores Registrados](#). Los primeros son entidades financieras y empresas de servicios de inversión autorizadas a negociar en los mercados por cuenta propia o de terceros. Son las únicas entidades con acceso a los sistemas transaccionales, y, por tanto, con capacidad de realizar operaciones en la plataforma electrónica. En cuanto a los Asesores Registrados, que juegan un papel clave en el Mercado, son personas jurídicas con experiencia en el asesoramiento para la emisión de valores en los mercados que, además, facilitan la tramitación de la documentación y la información periódica que las empresas deben aportar al MARF.

Acceso a la
web de MARF



Desde su puesta en funcionamiento, el pasado mes de octubre, MARF ha incorporado ya -entre programas de pagarés y emisiones de bonos- 6 nuevas referencias que han supuesto para sus titulares más de 300 millones de euros de nueva financiación

Desde su puesta en marcha MARF ha contado con una magnífica acogida en el sector y cuenta ya con cerca de 30 entidades inscritas en las distintas categorías del Mercado.

Para desarrollar este nuevo mercado alternativo se ha realizado un esfuerzo importante, no sólo por parte de BME y de los operadores y participantes involucrados en él, sino, principalmente, por parte del Gobierno que ha llevado a cabo numerosas modificaciones normativas de gran calado que han acompañado el nacimiento de MARF. Unos cambios imprescindibles para hacer atractivo el acceso a este mercado, tanto a emisores como inversores, y que favorecen la actividad en el seno de esta nueva fuente de financiación para la empresa.

Aumenta el recurso al mercado de capitales

Los mercados de renta fija están siendo utilizados en estos momentos intensamente por un gran número de compañías -como se demuestra por el elevado número de emisiones lanzadas en los últimos meses- que recurren

a la emisión de valores de renta fija como fuente principal de su actividad de captación de financiación.

Además de las empresas de mayor tamaño, experiencia y conocimiento previo por parte del mercado, el año 2013 ha marcado un nuevo record en lo que se refiere a emisores inaugurales en los mercados de renta fija. Varias compañías que nunca antes habían emitido renta fija han aprovechado por primera vez la oportunidad, que debido a las condiciones de mercado que encuentran ahora mismo podríamos calificar como de histórica, que les ofrecen los mercados de bonos para realizar sus primeras emisiones, con gran éxito y afluencia de inversores en las colocaciones. En esta línea, desde su puesta en funcionamiento, el pasado mes de octubre, MARF ha incorporado ya -entre programas de pagarés y emisiones de bonos- 6 nuevas referencias⁽¹⁾ que han supuesto para sus titulares más de 300 millones de euros de nueva financiación. Estas cifras configuran a MARF como una nueva herramienta de trabajo útil para las empresas y confirman a los mercados de capitales son una fuente de recursos muy fructífera para la financiación empresarial.

(1) El 24 de julio se ha incorporado un séptimo emisor: [EYSA](#) que ha captado 75 millones de euros

latorias implementadas para facilitar y hacer competitivas las condiciones de emisión de deuda corporativa en territorio nacional.

Los datos de actividad registrados en los últimos meses en SEND son crecientes y positivos y parecen indicar que los pequeños inversores comienzan a acercarse a los activos de renta fija negociados. Sin duda la admisión a negociación de varias referencias de deuda soberana española en el SEND ha sido una de las experiencias más determinantes en este sentido. La posibilidad de comprar y vender estos papeles de renta fija como si de una acción al uso se tratase y con las garantías de BME, con cuyos mercados de renta variable están más que familiarizadas las pequeñas carteras de inversión, ha espolcado el ritmo de contratación en esta plataforma. Desde que se puso en marcha este sistema en abril del año pasado, los volúmenes de negociación y el número de agentes ha anotado continuos aumentos prácticamente todos los meses.

Por tanto, parece que poco a poco comienza a cumplirse el principal objetivo de esta iniciativa. En su presentación, el secretario general del Tesoro, Iñigo Fernández de Mesa, señaló su afán por revertir la pérdida de protagonismo que los minoristas habían sufrido en los mercados de renta fija en las últimas décadas, donde su peso había pasado del 10% al comienzo de los 90 hasta quedar reducido al testimonial 2-3% en la actualidad. Con un esquema de desarrollo y distribución de productos de inversión muy intermediado por la banca, lo cierto es que hasta el impulso generado por el [SEND](#) la adquisición y negociación de títulos soberanos en mercados organizados se reservaba casi en exclusiva a grandes inversores en el

Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros ([SENAF](#)). Algo que se repetía casi de idéntica manera en lo que se refería a títulos corporativos, esta vez en la plataforma AIAF.

Y llegó el MARF

Urgidos por la especial escasez de crédito en España y por facilitar la financiación de las empresas a la vez que se favorece el acceso de los inversores a participación en diferentes niveles de proyectos de negocio e inversión, en octubre de 2013 llegó el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). Un proyecto que llevaba tiempo pergeñándose entre BME y el Ministerio de Economía, que cada vez con más ahínco animan a las compañías a diversificar sus estructuras de financiación y acudir al mercado para completar u obtener los recursos económicos que la banca tiene dificultades para desembolsar cuando se trata de costear procesos de reestructuración de pasivo, meras operaciones corporativas o el desarrollo de nuevos proyectos ([Vídeo ¿Por qué nace el MARF?. Estrategias de Inversión 24/10/2013](#)).

En esta línea de discurso, muchas veces repetida en los últimos años por el presidente de BME, Antonio Zoido, así como por los responsables del área de Renta Fija de BME, se ha querido prestar especial atención a las necesidades de empresas de tamaño medio y pequeño, muchas de las cuales protagonizan una parte importante del crecimiento y el empleo generado en España. El MARF responde a un diseño que establece un entramado de figuras profesionales que ayudan a las empresas a abordar el proceso de emisión y colo-



Emisiones del MARF⁽¹⁾

marf
mercado alternativo
de renta fija

Copasa
50.000.000 €

Tecnocom
35.000.000 €

Elecnor
100.000.000 €
SALDO VIVO MÁXIMO

Tubacex
29.900.000 €
SALDO VIVO MÁXIMO

Europac
50.000.000 €
SALDO VIVO MÁXIMO

Ortiz
50.000.000 €



(1) El 24 de julio se ha incorporado un séptimo emisor: [EYSA](#) que ha captado 75 millones de euros

cación de títulos de deuda corporativa en los mercados de valores. Igualmente, se ha buscado custodiar las especiales necesidades de financiación de este tipo de compañías, abriendo un amplio abanico de posibilidades en cuanto a la variedad de títulos admitidos a negociación, plazos de los mismos e importe de las operaciones. Al rebajar algunos mínimos de cantidad y rebajar y flexibilizar los requisitos de emisión en España, se ha abierto el paso a este canal de financiación en España para muchas compañías que veían como sólo sus hermanas mayores podían disfrutar y, preferentemente, en el extranjero.

Respecto a la cuestión del acompañamiento, es de destacar que las compañías emisoras de este nuevo mercado deben contar en todo momento con la colaboración de un asesor registrado. Deloitte, Analistas Financieros Internacionales (AFI), Banca March, Banco Sabadell, KPMG, PwC y Renta 4 son algunos de los

que no han tardado en solicitar esta condición de los supervisores del MARF para poder aprovechar el florecimiento de las emisiones de renta fija, e incluso potenciarlo con su labor. Además, hay un miembro de mercado que vigila y procura la correcta negociación de los títulos de deuda de la compañía en cuanto a difusión y formación de precios y que se convierte en la mejor garantía de liquidez y transparencia. En este último caso, la totalidad de las grandes entidades financieras españolas forman ya parte del proyecto.

Sin argumentos para hacer las maletas

Esta importante participación de los grandes intermediarios y actores financieros en el MARF es muestra también de su interés por el desarrollo de plataformas de financiación con base en el mercado. Un

interés que no es ajeno a su negocio. Apoyando a las empresas a emitir renta fija en el mercado consiguen reducir su, a veces, excesiva vinculación con el balance de algunas compañías clientes. De esta manera la entidad financiera no desatiende las necesidades del cliente, lo acompaña en el proceso y participa en la emisión de títulos y posterior negociación. Como contraprestación, además, consigue abrir una vía más de negocio a través de las comisiones que percibe al participar de diferentes maneras en el nuevo mercado.

No obstante lo anterior, guiadas por los intereses y estructuras ya montadas de importantes entidades financieras, muchas grandes compañías de las últimas que se han lanzado a la emisión de deuda han seguido apostando por mercados internacionales, aludiendo en algunos casos a presuntas ventajas que tras los últimos cambios legales han desaparecido. Ni qué decir del argumento de la mayor presencia de inversores en plazas extranjeras, cuando el apetito que han mostrado por emisiones españolas roza máximos históricos y las últimas operaciones registradas en el MARF por compañías poco conocidas por el gran público se han cubierto en apenas horas con una gran demanda y una elevada tasa de participación de agentes no residentes en España.

Desde que la CNMV, cuya presidenta Elvira Rodríguez se ha impuesto la agilización de procesos como uno de los empeños de su mandato, redujo los tiempos de admisión a negociación y revisión de folleto, el criterio de la supuesta rapidez de otros mercados ha perdido validez. Algo parecido ocurre en cuanto a la legislación escogida para amparar una emisión y el idioma elegido para presentar la documentación pertinente, de libre elección para la com-



pañía tras los últimos cambios legales en España. En tercer lugar, las últimas operaciones revelan que los costes son equiparables entre las plataformas nacionales y foráneas. Incluso han dejado en evidencia que las tarifas que aplican los asesores legales extranjeros son más caras que las de los españoles, aún a pesar de la mayor trayectoria con que cuentan los primeros en plazas como Dublín, Londres y Luxemburgo; destinos de la mayor parte de las emisiones de empresas españolas no registradas en el mercado doméstico. Por último, la apelación hacia una supuesta fiscalidad favorable queda desarmada, según comentan asesores y otros agentes vinculados a los mercados de capitales, porque en la práctica los rendimientos obtenidos por inversores no residentes no tienen por qué atenerse a



Lista de
Asesores Registrados
del mercado MARF





Guiadas por los intereses y estructuras ya montadas de importantes entidades financieras, muchas grandes compañías de las últimas que se han lanzado a la emisión de deuda han seguido apostando por mercados internacionales, aludiendo en algunos casos a presuntas ventajas que tras los últimos cambios legales han desaparecido

las cargas impositivas vigentes en España.

En este sentido, las compañías que ya han lanzado sus emisiones en el novedoso MARF atestiguan que una buena parte del importe de la emisión obra en manos de inversores internacionales. Es así que cabe recordar que los bonos de alto rendimiento –*high-yield* como se denominan en inglés– emitidos por compañías españolas ya desde antes de la crisis actual se venían colocando entre inversores extranjeros sin necesidad de cruzar fronteras para su registro legal, ni tan siquiera para su puesta en circulación en un mercado secundario.

Cambios en la estructura de financiación de la empresa española y papel de los mercados de valores

Con todos estos argumentos como telón de fondo, el camino hacia la reducción y el cambio de las estructuras de deuda del tejido empresarial español

avanza con paso parsimonioso pero firme. Los analistas consideran que según más y más compañías de los distintos sectores económicos apuesten por la renta fija como vía de financiación, el ejemplo cundirá con mayor seguimiento. Los últimos datos conocidos de la estructura de pasivos de las empresas no financieras españolas cotizadas refuerzan ésta impresión. El peso de la deuda se ha reducido y lo ha hecho con especial intensidad la bancaria que, en muchos casos, ha sido reemplazada por instrumentos de renta fija negociados en plataformas de mercado ([ver estudio relacionado](#)).

Aunque las vías de financiación alternativas se han multiplicado en los últimos años, los mercados de capitales ofrecen garantías inigualables para emisores e inversores. El respaldo de los sistemas que soportan la operativa de los Mercados Regulados, así como la vigilancia de los supervisores son dos de las enseñanzas de las plataformas reguladas de BME. Lo mismo ocurre también en lo que se refiere a tecnología y acceso al mercado, pues la necesidad de crear nuevas oportunidades de negocio que sean cada vez más eficientes impulsan a las sociedades gestoras de estos mercados a apostar por modelos cada vez más accesibles y que respondan a las necesidades de liquidez, agilidad y capacidad que demandan los distintos actores del mercado, especialmente empresas e inversores.

Las garantías del mercado regulado van más allá. Frente a opciones como fondos participativos que proliferan con carteras cada vez más abultadas o sistemas novedosos como el *crowdfunding* –reservado más para microempresas y otros tipos de iniciativas no empresariales–, las compañías que emiten en los mercados españoles deben aportar en el momento de su lanzamiento y después, periódicamente, información sobre el estado de sus cuentas y de su estructura financiera para que los inversores puedan conocer al detalle durante toda la vida de sus títulos de deuda la situación de la compañía que han decidido respaldar con sus ahorros.



Fernando Martínez Beneyto,
DIRECTOR DE [AXESOR RATING](#)

« Ya no existen ventajas para emitir en el extranjero en vez de en España »

¿Es necesario que las compañías españolas diversifiquen sus fuentes de financiación más allá del crédito bancario?

Claramente, sí. Se han venido apoyando en la financiación bancaria y no había necesidad de buscar otras opciones porque era abundante y barata. Las operaciones con fondos de inversión, por ejemplo, suponían un coste de capital más elevado. Ahora, con menor número entidades y ante las exigencias implantadas en el sector por las normas internacionales de Basilea III, la financiación se ha vuelto más cara y menos abundante.

Aunque no todas las empresas están en disposición de acudir al mercado, las que sí lo están deberían hacerlo porque reporta varias ventajas. La primera es la de oportunidad por los bajos costes que se exigen en la actualidad a las emisiones de renta fija. La segunda es darse a conocer entre inversores alternativos como fondos, aseguradoras... es una mejora reputacional. Además, de cara a la negociación con bancos de otras líneas de financiación el poder exhibir un rating y las condiciones conseguidas en el mercado ayudan a reforzar la posición propia.

Las propias entidades miran con buenos ojos el desarrollo de estas operaciones, por las comisiones que se embolsan como colocadores y que van directamente a la partida de beneficio final. Además, el riesgo de que una compañía dependa de un único prestamista o de que una entidad tenga esta condición para una empresa ahora se convierte en inasumible.

¿Cuál es el papel de las agencias de rating como Axesor en este proceso?

Nuestro papel es aportar el punto de arranque: conocer qué se puede emitir y en qué condiciones. Con nuestro estudio detallado de la compañía y sus estados financieros reforzamos la transparencia y la reputación de la compañía. Esto se aprecia cuando una firma solicita calificación no sólo para realizar emisiones, sino como una especie de garantía que mostrar cuando se embarca en un negocio internacional.

A no ser que se trate de una compañía en serios apuros financieros, siempre es beneficioso contar con un rating, aunque este no sea 'AAA' ni 'BBB'. Con él una compañía puede saber cuál es realmente la salud de sus finanzas y transmitirla al mercado, enviando un mensaje de transparencia y responsabilidad.

La agencia ha participado en todas las emisiones celebradas hasta ahora en el MARF, ¿cuál es su valoración?

Desde Axesor es muy positiva. Algunas empresas, sin experiencia alguna en estas lides, temían que el mercado terminase por agotar los posibles beneficios de optar por esta vía de financiación. Sin embargo, se han topado con que salir al MARF ha sido mucho más barato que irse a Irlanda y Luxemburgo, centros europeos de referencia para estas operaciones en renta fija. La cuestión es que los bancos que articulan estas emisiones están más familiarizados con estos mercados, pero ya no existen ventajas para las plataformas extranjeras frente a las nacionales. Ya se han celebrado seis emisiones en el alternativo y en los próximos meses habrá más. Después de las primeras experiencias, el MARF va a coger velocidad. El cambio de mentalidad ya se ha producido, pronto llegarán novedosas emisiones en cuanto a estructura y emisiones para financiación directa de proyectos.

En este punto, la calificación crediticia o rating se presenta como la máxima expresión de este compromiso con la transparencia financiera y corporativa. Más allá de la simple nota, las agencias realizan un pormenorizado estudio de los estados de la compañía en el que inciden tanto en sus aspectos más prometedores, como en aquellos más escurridizos. El excesivo apalancamiento crediticio suele ser uno de los puntos débiles de aquellas compañías que por primera vez se lanzan al mercado de capitales. Una circunstancia que, a la luz de las últimas emisiones, no ha impedido cosechar una fuerte demanda y conseguir tipos de interés mucho más amables que los que hubieran tenido que asumir hace sólo unos meses, durante los últimos coletazos de la todavía reciente crisis de deuda soberana europea.

Una “primavera” con futuro

Se ha comentado recientemente que las pymes “han perdido el miedo” a solicitar un *rating* que las permita lanzarse al mercado emisor. Al cierre de estas líneas seis compañías habían dado el salto al MARF consiguiendo captar conjuntamente algo más de 300 millones de euros. Los responsables del mercado de renta fija español en BME están teniendo oportunidad de constatar el creciente interés de las empresas por las nuevas oportunidades que brinda el mercado de valores español. Julio Alcántara, director general de AIAF, el mercado español de referencia para la negociación de deuda corporativa, considera que una vez estén sobre la mesa las cuentas del segundo trimestre fiscal, muchas de las compañías que hayan conseguido fortalecer negocio exhibirán esta mejoría como la mejor de sus credenciales para atraer carteras de inversión hacia sus eventuales emisiones.

Como ya se ha comentado, las últimas cifras disponibles para el sector empresarial no financiero español confirman esta expectativa. Si en el año 2007,



justo antes de que estallase la crisis crediticia, sólo un 13,45% de la financiación de las empresas no financieras procedía de fuentes alternativas a la banca, a cierre del pasado ejercicio 2013 el protagonismo de la deuda emitida en mercado alcanzaba el 26,62% del balance, según datos del Banco de España. Ahora, recién superado el ecuador de 2014, el Instituto de Estudios Bursátiles (IEB) señala que hay cerca de 16.000 millones de euros dispuestos para ser invertidos en unos mercados españoles de renta fija corporativa que prometen extender su primavera por una larga temporada. [ⓑ]

otros enlaces de utilidad



Ver video

Luis de Guindos y Antonio Zoido presentan el MARF al Mercado (8/10/2013)



Ver video

¿Qué es la Renta Fija? Julio Alcántara, Director General de AIAF. *Elmundo.es* 23/10/2013



Ver PDF

“MARF: Oportunidad para PYMES y perspectiva para inversores”.

Investigación llevada a cabo por Jesús Hernando Sarriá Pedroza, profesor del IEB, y Javier Ramos-Juste, responsable del Gabinete de Estudios Económicos de Axesor (2013).