



EL MARF Y SU CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO EMPRESARIAL

El mercado alcanza 100 emisores y una capacidad de financiación de 6.000 millones anuales

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

El **Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)** inició su andadura en España en 2013 con el objetivo de convertirse en una alternativa de financiación para las empresas. Después de casi ocho años de funcionamiento, este mercado acaba de alcanzar los 100 emisores por lo que se hace necesario su análisis en profundidad. Esta valoración la hacemos, en primer lugar, atendiendo a la diversidad de las empresas presentes en él, lo que nos permitirá observar, entre otros aspectos, el diferente tamaño, edad, sector y localización geográfica de los diferentes emisores. En segundo lugar, se atiende al criterio de la diversidad de los productos emitidos para lo que se hará un análisis de las emisiones realizadas que irán desde los bonos y pagarés hasta las cédulas hipotecarias y las titulizaciones, lo que nos permitirá apreciar sus características. Todo ello nos ayudará a mostrar el relevante papel que desempeña el MARF en la financiación de las empresas y, en definitiva, en la economía.

1. EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA: ASPECTOS PREVIOS

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) inició su andadura en octubre de 2013 con el objetivo de convertirse en una alternativa de financiación para las empresas. Con la creación de este mercado, que facilita la emisión de diferentes valores negociables de deuda a corto y a largo plazo, se planteó dar respuesta a la deficiencia puesta de manifiesto con la crisis de 2008: la excesiva dependencia de las empresas españolas de la financiación bancaria. Casi ocho años después puede afirmarse que ya es un mercado consolidado, tanto por el número de empresas que lo han elegido para financiarse como por el alto dinamismo del que está disfrutando. El mercado acaba de alcanzar los 100 emisores, el volumen total de emisiones en 2020 ha superado los 9.634 millones de euros y el saldo vivo total al cierre de marzo de 2021 se sitúa en 5.904 millones de euros.

Estas cifras confirman la importancia que está adquiriendo esta vía de financiación empresarial. El atractivo entorno de tipos de interés y la adaptación de los mercados y plataformas a las necesidades de las empresas ha conllevado un fuerte aumento del número de compañías españolas no financieras que captan fondos a través de la emisión de valores de deuda. Esta alternativa financiera, junto con otras, como BME Growth (anteriormente Mercado Alternativo Bursátil o MAB), los fondos de deuda, el *crowdfunding* (*lending* y *equity*), las redes de *business angels*, el capital riesgo o las sociedades de garantía recíproca, han ido desarrollándose y cogiendo protagonismo estos últimos años, y entre todas están consiguiendo establecer un ecosistema financiero más rico y diversificado y, por tanto, con mayor capacidad para dar respuestas eficientes y específicas a las necesidades financieras de las empresas.

Cuando se creó, el MARF se enmarcaba en las experiencias de mercados alternativos de renta fija que se estaban poniendo en marcha con éxito a nivel europeo y ha ido evolucionando hasta ponerse a su altura: como el pionero, el noruego ABM Oslo (ABM Retail y ABM Professional), que surgió en 2005, como otros posteriores, como el ExtraMOT PRO (mercado italiano), o el alemán, dependiente de Börse Stuttgart. Y es que el incremento de la financiación empresarial vía mercados ha sido una tendencia clara en las últimas décadas, produciéndose un acercamiento paulatino de las principales economías de Europa continental a los sistemas financieros anglosajones. No obstante, como concluye el estudio “La estructura de financiación de las grandes cotizadas se acerca al modelo anglosajón” (Servicio Estudios BME, 2017), están situadas aún a mucha distancia.

Estos mercados europeos, en alguna medida, compiten entre ellos, porque todos admiten a negociación emisiones de empresas de fuera de sus fronteras. Según los datos publicados por la CNMV, de los casi 200.000 millones de emisiones de renta fija privada realizadas por grupos empresariales españoles entre enero y agosto de 2020, el 59% se realizó y registró en mercados y Bolsas extranjeras. Por ello, tanto la CNMV como BME tratan desde 2018 de atraer a las empresas españolas que vienen efectuando emisiones de deuda en el exterior, y no han sido pocos los esfuerzos que han hecho y siguen haciendo por mejorar el atractivo de los mercados españoles, no sólo del MARF sino también de los restantes mercados de renta fija españoles, implementando medidas que simplifican y facilitan sus procedimientos.

Además, el MARF, como el resto de las entidades que conforman Bolsas y Mercados Españoles, está comprometido con la tendencia global hacia la sostenibilidad y ofrece a empresas e inversores una amplia gama de opciones para la emisión y adquisición de bonos verdes, sociales y sostenibles, también conocidos como bonos ASG (ESG en inglés). Así, en 2019 se registró la primera de las emisiones con esta característica y desde entonces han tenido una evolución creciente.

Un mercado flexible y a medida

El MARF adopta la estructura jurídica de un Sistema Multilateral de Negociación, por lo que los requisitos de acceso de los emisores son más flexibles que los existentes en los Mercados Oficiales Regulados. Los perfiles de empresas que acuden son muy distintos. Según la forma jurídica de las compañías, las

sociedades anónimas son las más frecuentes, pero también han accedido a financiarse en este mercado sociedades limitadas e incluso cooperativas.

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. El plazo necesario para poner en marcha una emisión suele estar en torno a un mes y los costes van en línea con los bancarios e incluso menores en el caso de los títulos a corto plazo.

Son cargos debidos a distintos servicios -abogados, asesor registrado, cánones de bolsa, banco agente, informe de solvencia de una agencia de rating- los que hay que afrontar, y a este respecto, las emisiones inaugurales, consecuencia de la novedad, pueden tener un coste superior. No obstante, una vez los inversores se familiarizan con las compañías y las van conociendo con mayor profundidad, los costes se reducen de manera significativa. Una vez que se deciden a realizar la primera emisión, la mayoría de las empresas repite, lo que muestra con mucha claridad la capacidad que tiene el mercado de aportarles financiación.

Pero incluso aunque la financiación se encareciera en las primeras emisiones, resulta lo suficientemente competitiva para permitir la diversificación financiera. Un perfil de deuda que presente variedad de fuentes de financiación atribuye mayor eficiencia a la estructura financiera de la compañía, siendo más estable de cara a tener que afrontar potenciales escenarios de estrés tanto económico como financiero que pudieran limitar el crédito procedente de las fuentes de financiación bancarias. Es por ello por lo que el momento más idóneo para acudir al MARF es cuando existe estabilidad, para que cuando llegue el momento de afrontar una crisis se cuente con esta alternativa de financiación disponible. A la vez, la compañía que emite en el MARF consigue modernizarse y ganar en transparencia, dos características cada vez más exigidas en los ámbitos financieros.

El MARF también debe su éxito al interés que despierta entre los inversores, por la diversificación con la que pueden dotar a sus carteras. A través de este mercado de BME pueden invertir en compañías o en sectores económicos que de no existir el mercado no podrían hacerlo. Muchas de estas empresas no cotizan sus acciones en un mercado público y, por tanto, no tienen otro tipo de activos en el mercado que sea susceptible de poder ser adquirido por los inversores.

Este mercado está restringido a inversores cualificados (nacionales e internacionales) y el éxito de las emisiones depende, frecuentemente, de un informe de calificación crediticia -rating-, o de un informe de solvencia -scoring-, según el caso, a los efectos de que los inversores tengan una referencia de la capacidad de repago de los instrumentos de deuda emitidos y, por lo tanto, del riesgo asociado a los mismos. En algunas, que ya son empresas cotizadas y que han entrado también en el mercado de renta fija, la información está completamente disponible. En las otras, 100% privadas, que suelen pertenecer a grupos familiares o grupos muy reducidos de accionistas, el contacto con los inversores se produce de forma rápida y fluida por la cercanía que muestran hacia ellos.

El propósito de este trabajo es reflejar la diversidad que ya ha alcanzado el MARF en sus años funcionamiento y subrayar el papel que este mercado está jugando en la financiación de las empresas y, por tanto, en la economía española. Gracias al MARF, muchas empresas han podido financiarse y seguir funcionando, por lo que ha tenido un impacto beneficioso en la economía española en términos de empleo, de rentabilidad y de fomento de la inversión de las empresas emisoras. Además, en 2020, y ante las urgentes necesidades de liquidez de las empresas para sobrellevar los efectos adversos de la pandemia, el mercado también ha sido capaz de amoldarse a las circunstancias y contribuir a canalizar las ayudas públicas a las empresas gracias a la intervención del ICO como avalista de las emisiones e, incluso, como inversor, generando una interesante y fructífera colaboración público-privada.

2. CARACTERÍSTICAS DE LOS EMISORES

En el mes de abril de 2021 se han alcanzado los 100 emisores en el MARF. Esta muestra es lo suficientemente amplia como para que resulte interesante analizar las características de dichas empresas, y profundizar en aspectos tales como el sector de actividad, la procedencia geográfica, la naturaleza bursátil, la edad y el tamaño de los emisores. Para este análisis, la información se ha tomado fundamentalmente de BME (sección MARF) y de la base de datos SABÍ de Bureau Van Dijk (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), que permite extraer los datos financieros de más de un millón de empresas españolas de todos los tamaños.

2.1. Sectores de Actividad

Los sectores y subsectores a los que pertenecen las empresas emisoras se han definido atendiendo a la clasificación que hace el MARF. Los diferentes sectores tienen una presencia relativamente equilibrada en este mercado (Tabla 1). Si descendemos al detalle de los subsectores, tanto por número de emisores (Gráfico 1) como por volumen colocado (Gráfico 2), los que destacan relativamente son los de Energías Renovables, Electricidad y Gas, Ingeniería, Comercio e Inmobiliarias. No obstante, en este mercado lo que prima es la diversidad de sectores presentes, lo que le da amplitud y mucho potencial de cara a su desarrollo futuro. Además, esta diversidad de sectores es también especialmente positiva para los inversores, dado que les permite diversificar su cartera y ampliar la gama de sectores a los que tienen acceso.

TABLA 1. CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS EMISORAS EN EL MARF SEGÚN EL SECTOR AL QUE PERTENECEN

SECTOR	Nº DE EMPRESAS	VOLUMEN COLOCADO
Bienes de consumo	14%	11%
Petróleo y Energía	16%	24%
Materiales Básicos, Industria y Construcción	24%	20%
Servicios de consumo	22%	34%
Servicios financieros	10%	4%
Servicios Inmobiliarios	9%	3%
Tecnología y Telecomunicaciones	5%	4%
TOTAL	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

**GRÁFICO 1 Y 2. CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS EMISORAS
EN EL MARF SEGÚN AL SUBSECTOR AL QUE PERTENECEN**

PORCENTAJE QUE REPRESENTAN LOS SUBSECTORES A LOS QUE PERTENECEN LAS EMPRESAS (POR N° DE EMPRESAS)		PORCENTAJE QUE REPRESENTAN LOS SUBSECTORES A LOS QUE PERTENECEN LAS EMPRESAS (POR VOLUMEN COLOCADO)
6,00%	Alimentación y Bebidas	2,10%
3,00%	Bancos y Cajas	3,20%
7,00%	Comercio	23,92%
6,00%	Construcción	4,96%
5,00%	Electricidad y Gas	18,89%
4,00%	Electrónica y Software	0,93%
10,00%	Energías Renovables	4,56%
4,00%	Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo	5,17%
8,00%	Ingeniería y otros	6,01%
7,00%	Inmobiliarias	2,53%
1,00%	Materiales de Construcción	0,13%
1,00%	Medios de Comunicación y Publicidad	1,09%
5,00%	Minerales, metales y transformación	3,74%
6,00%	Ocio, Turismo y Hostelería	5,55%
3,00%	Otros Bienes de Consumo	3,64%
3,00%	Otros servicios: Gestión de residuos y reciclaje	2,28%
2,00%	Papel y artes gráficas	4,86%
1,00%	Petróleo	0,60%
3,00%	Salud, Farmacéuticas y Biotecnología	0,70%
1,00%	Seguros	0,48%
6,00%	Servicios de financiación e inversión	0,43%
2,00%	SOCIMI	0,20%
1,00%	Telecomunicaciones y otros.	2,84%
5,00%	Transportes y Distribución	1,18%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

2.2. Procedencia geográfica

Otro factor que interesa analizar es la localización geográfica de las empresas emisoras en el MARF. En primer lugar, este análisis lo haremos por nacionalidad de los emisores (Tabla 2). Destaca que el 92% de las empresas emisoras son españolas y el 6% son portuguesas. Como era de esperar, la implantación de este mercado es eminentemente nacional, pero la proximidad geográfica y cultural con Portugal favorece que las empresas portuguesas estén acudiendo a este mercado para emitir deuda, lo que a la vez permite a dichas empresas el acceso a nuevos inversores tanto españoles como de otras procedencias.

En estos años, la competencia entre los diferentes mercados de deuda internacionales ha sido fuerte. De ahí los esfuerzos tanto de la CNMV como de BME desde 2018 de mejorar el atractivo de los mercados españoles para las empresas emisoras, con la implementación de medidas que simplificaban la emisión y admisión de deuda (Informe de Mercado BME, 2020). El elevado número de emisores españoles alcanzado en el MARF parece indicar que dicho objetivo se está alcanzando; de hecho, algunas empresas españolas que emitían en el extranjero han realizado ya emisiones en el MARF. Además, el mercado no está cerrado a operaciones de empresas extranjeras, como queda reflejado en la significativa representación de las empresas portuguesas.

TABLA 2. EMISORES EN EL MARF POR PAÍS DE ORIGEN

PAÍS DE ORIGEN	Nº DE EMPRESAS	PORCENTAJE
España	92	92%
Portugal	6	6%
Holanda	1	1%
Reino Unido	1	1%
TOTAL	100	100%

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

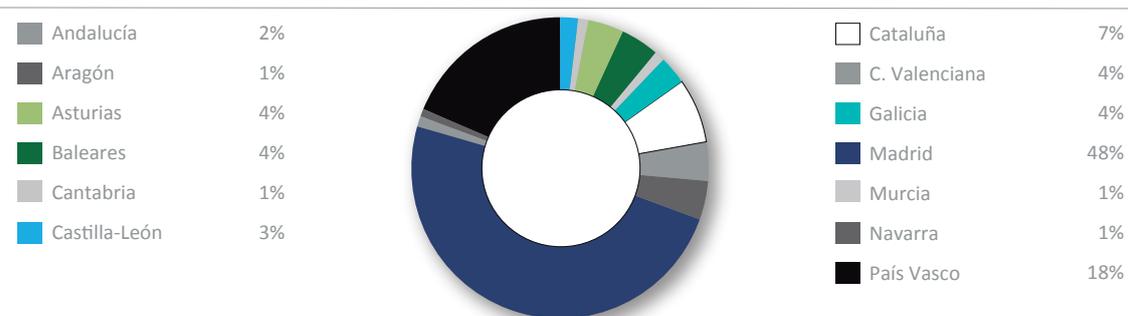
En segundo lugar, entre los emisores españoles vamos a analizar la comunidad autónoma de procedencia, al objeto de observar las zonas que se han mostrado más activas en este mercado de deuda. La Tabla 3 y el Gráfico 3 recogen la distribución de los 92 emisores españoles por comunidades autónomas. Estos datos reflejan que casi todas las comunidades se encuentran representadas en este mercado, siendo Madrid, la comunidad que cuenta con mayor número de empresas emisoras (48% del total), seguida por el País Vasco (18% del total) y Cataluña (7% del total). Estos resultados sugieren que el MARF se va implantando progresivamente en todo el territorio español como un instrumento de financiación para las empresas, independientemente de su ubicación geográfica, aunque son las comunidades con un mayor PIB per cápita las que están más representadas en el MARF.

TABLA 3. EMISORES EN EL MARF POR CC.AA.

COMUNIDAD AUTÓNOMA	Nº DE EMPRESAS	PORCENTAJE
Andalucía	2	2%
Aragón	1	1%
Asturias	4	4%
Baleares	4	4%
Cantabria	1	1%
Castilla-León	3	3%
Cataluña	6	7%
C. Valenciana	4	4%
Galicia	4	4%
Madrid	44	48%
Murcia	1	1%
Navarra	1	1%
País Vasco	17	18%
TOTAL	92	100%

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

GRÁFICO 3: CLASIFICACIÓN DE LOS EMISORES DEL MARF POR CC.AA.



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

2.3. Situación bursátil de los emisores

El MARF ha nacido con el espíritu de proporcionar una fórmula de financiación alternativa que ayude a diversificar los recursos financieros de todas las empresas, tanto cotizadas como no cotizadas. Si atendemos a la situación bursátil de las empresas (Tabla 4 y Gráfico 4) podemos observar que el grueso de emisores más importante en el MARF lo constituyen las empresas no cotizadas, con un 65% del total. Debemos tener presente que las empresas no cotizadas tienen un acceso a los mercados más difícil, por lo que un mercado de deuda español con una operativa sencilla constituye una buena alternativa para diversificar sus fuentes financieras y a la vez comenzar su andadura en los mercados de capitales públicos, objetivos fundacionales ambos de la creación del MARF. Por otro lado, el 35% de las empresas emisoras son cotizadas. Con respecto a las cotizadas, 31 están presentes en el mercado principal de la Bolsa y otras 4 cotizan en el mercado BME Growth especialmente dirigido a empresas de menor tamaño y con planes de expansión. Respecto a las primeras, es cierto que están más familiarizadas con los mercados y el MARF es una buena alternativa para diversificar su financiación ajena y ampliar su acceso a los distintos mercados con presencia en otro más de ellos; en relación a las segundas, la cotización en BME Growth ha facilitado su acceso al MARF como una opción complementaria para financiar sus planes de expansión. En definitiva, estos datos parecen indicar que el MARF se está convirtiendo 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.

Desde la perspectiva de los inversores institucionales, la posibilidad de invertir en deuda de empresas cotizadas representa un movimiento natural para diversificar sus carteras con más instrumentos de financiación, mientras que, para el caso de las no cotizadas, el MARF les ofrece la posibilidad de invertir en un tipo de empresas a las que no tenían acceso por otra vía, enriqueciendo de esa manera la estrategia de diversificación de sus carteras.

TABLA 4. CLASIFICACIÓN DE LOS EMISORES DEL MARF EN FUNCIÓN DE SU SITUACIÓN BURSÁTIL

SITUACIÓN BURSÁTIL	Nº DE EMPRESAS	PORCENTAJE
Cotizada	35	35%
Bolsa	31	31%
BME Growth	4	4%
No cotizada	65	65%
TOTAL	100	100%

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

GRÁFICO 4: CLASIFICACIÓN DE LOS EMISORES DEL MARF EN FUNCIÓN DE SU SITUACIÓN BURSÁTIL



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

2.4. Edad¹

Otra variable que interesa analizar de las empresas emisoras en el MARF es la edad a la que acuden al mismo. Es decir, si son empresas jóvenes, de mediana edad o maduras. Para este análisis se va a tomar como referencia el año en el que realizan 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 registra el programa. La Tabla 5 y el Gráfico 5 recogen la clasificación de las empresas no financieras españolas emisoras en el MARF atendiendo a este criterio.

En función de la edad, son las empresas maduras las que más han utilizado esta figura (un 48% de las compañías), si bien las menores de 20 años representan el otro 52%. Entre ellas, el 33% son de mediana edad y el 19% son empresas jóvenes. Este resultado muestra cómo el MARF se está convirtiendo en una alternativa de financiación para empresas que se encuentran en diferentes fases del ciclo de vida desde la juventud a la madurez.

TABLA 5. CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS EMISORAS EN EL MARF EN FUNCIÓN DE LA EDAD

EDAD		Nº DE EMPRESAS	PORCENTAJE
Jóvenes	≤ 10 años	16	19%
Mediana edad	> 10 y ≤ 20 años	27	33%
Maduras	> 20 años	40	48%
TOTAL		83	100%

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

GRÁFICO 5: CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS EMISORAS EN EL MARF EN FUNCIÓN DE LA EDAD



1. En el análisis de la edad nos centramos en las empresas emisoras españolas no financieras.

2.5. Tamaño de la empresa²

Otra de las variables analizadas ha sido el tamaño de las compañías emisoras en el MARF. Estudiamos el tamaño en función del número de empleados, tomando como referencia el del 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.

Según el criterio de la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea, de 06 de mayo, sobre la definición de las pequeñas y medianas empresas (PYME), podemos distinguir tres tamaños relevantes: grande, mediano y pequeño, y cada uno se define de la siguiente manera: a) una empresa se considera pequeña si emplea a menos de 50 personas; b) una empresa se considera mediana si emplea como mínimo a 50 trabajadores y no supera los 250; y c) una empresa se considera grande si ocupa a un número de empleados mayor o igual a 250.

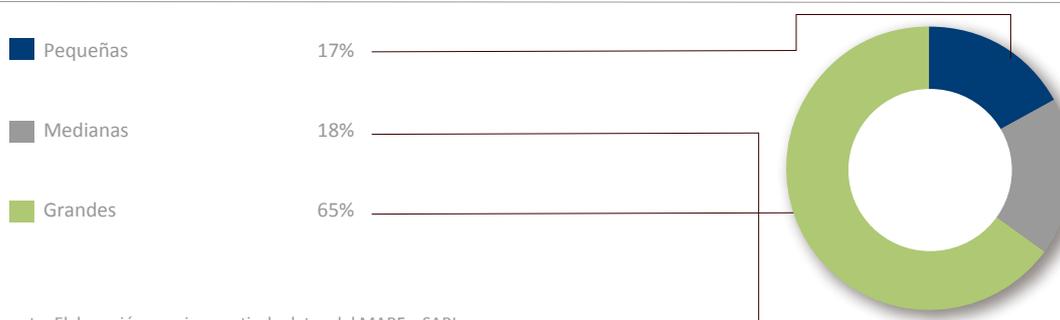
La Tabla 6 y el Gráfico 6 muestran la clasificación de las empresas emisoras españolas no financieras atendiendo a su tamaño. En función del número de empleados, observamos que empresas de diferente tamaño han tenido presencia en este mercado. Mientras un 65% de las empresas o grupos empresariales que acceden al MARF son grandes, el 35% son empresas pequeñas o medianas.

TABLA 6. CLASIFICACIÓN DE LOS EMISORES DEL MARF EN FUNCIÓN DEL TAMAÑO

Nº MEDIO EMPLEADOS	Nº DE EMPRESAS	PORCENTAJE
< 50	14	17%
>= 50 y < 250	15	18%
>=250	54	65%
TOTAL	83	100%

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

GRÁFICO 6: CLASIFICACIÓN DE LOS EMISORES EN EL MARF EN FUNCIÓN DEL TAMAÑO



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

2. En el análisis del tamaño nos centramos en las empresas emisoras españolas no financieras.

3. ESTUDIO DE LAS EMISIONES EN EL MARF

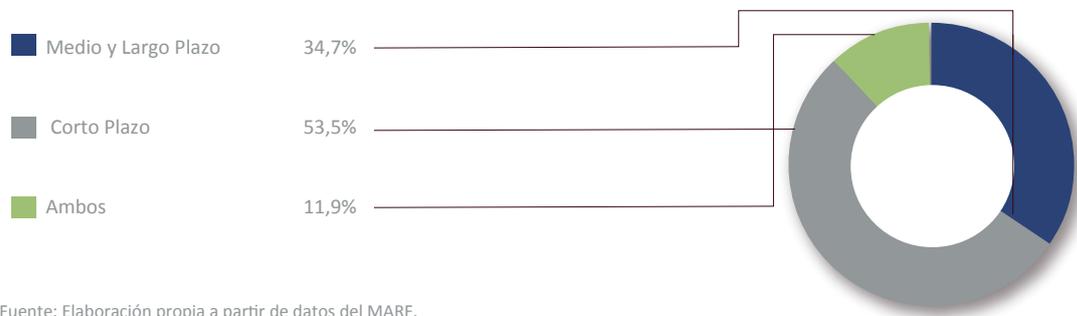
Hasta la fecha de este estudio el catálogo del MARF incluye instrumentos financieros negociados a largo plazo (bonos, bonos de proyectos, bonos titulizados, obligaciones, cédulas hipotecarias y bonos contingentes convertibles) y a corto plazo (pagarés, pagarés titulizados y, desde 2020, pagarés avalados ICO). Algunas de estas emisiones pueden contar además con la característica de sostenibilidad, bien en aspectos medioambientales, de índole social (diversidad, inclusión, no discriminación por motivos de género, etnia, religión, orientación sexual, etc.) o de gobernanza (diversidad en los consejos de administración, promoción de la salud y el bienestar de los trabajadores, condiciones laborales justas, etc.)

En cuanto al plazo, el mercado ofrece toda la variedad de vencimientos: desde emisiones de bonos de proyectos (Project Bonds), ligados a proyectos específicos de infraestructuras, que han superado los 30 años, a emisiones corporativas con plazos máximos de hasta 12 años. Para plazos más cortos, pagarés con plazos mínimos de tres días hasta dos años, y bonos con vencimiento a cinco y siete años.

A diferencia de los préstamos tradicionales, los productos que se emiten en los mercados no tienen amortizaciones intermedias sino que son tipo *bullet* (al vencimiento en su totalidad) y, por tanto, no exigen a los emisores disponer de *cashflow* para deuda durante la vida del producto. Esto representa una importante ventaja para las compañías. Además, se emiten normalmente a tipo fijo, por lo que se sabe de antemano cuál es el tipo de interés de la financiación que se va a tener durante todo el plazo de la emisión.

En total han emitido en el MARF 100 compañías, el 34,7% limitándose al largo plazo y el 53,5% al corto plazo. Un 11,9% han utilizado instrumentos de ambos plazos (ver Gráfico 7).

GRÁFICO 7: EMISORES POR PLAZO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

3.1. Emisiones a medio y largo plazo

Desde su creación en 2013, el MARF ha registrado emisiones a medio y largo plazo cuyo volumen supera los 3.897 millones de euros. 53 empresas han desarrollado 127 emisiones de este tipo durante estos años (ver Tabla 7).

Los activos financieros más utilizados han sido los bonos y las obligaciones. La diferencia entre el bono y la obligación estriba en el plazo de madurez, siendo a medio plazo el primero (hasta cinco años) y a largo plazo el segundo. 24 empresas han emitido bonos (BS) por un total de 1.143 millones de euros correspondientes a 37 emisiones. El importe medio por emisión asciende a 31 millones de euros, con un plazo medio de 4,4 años.

Por otra parte, 22 empresas han emitido obligaciones (OS) por 1.329 millones de euros en un total de 54 emisiones. El importe medio por emisión asciende a 24,6 millones de euros, con un plazo medio de 19,6 años. Entre ellas, destaca la emisión de deuda vinculada a un proyecto, operación pionera en la zona euro. Estos bonos de proyecto permiten establecer una financiación vinculada a grandes proyectos, normalmente de infraestructuras.

El mercado también ha sido activo en la colocación de bonos titulizados (BTN): 993 millones de euros en 33 emisiones, con un importe medio de 30 millones y un plazo medio de 11,6 años. También entre ellas están cogiendo importancia las emisiones que realizan los fondos titulizados que resultan del agrupamiento de diferentes emisores.

En los dos últimos años, el catálogo de productos se ha ampliado, con una emisión de bonos contingentes convertibles (Cocos) y dos emisiones de cédulas hipotecarias. Así, una única empresa ha emitido en 2019 bonos contingentes convertibles, por un volumen de 82 millones de euros, con plazo perpetuo. Y 2 empresas han emitido cédulas hipotecarias (CH) en 2020, cada una con un importe de 175 millones de euros y a un plazo de 7 años, favorecidas por las medidas de apoyo lanzadas por el Banco Central Europeo.

TABLA 7. EMISIONES A MEDIO Y LARGO PLAZO (2013-2020)

ACTIVO	EMISIONES	EMISORES	TOTAL COLOCADO (€)	MEDIA COLOCADO (€)	PLAZO MEDIO (AÑOS)
BS	37	24	1.143.300.000	30.900.000	4,4
BTN	33	9	993.100.000	30.093.939	11,6
CH	2	2	350.000.000	175.000.000	7,0
OS	54	22	1.329.400.000	24.618.519	19,6
COCOS	1	1	82.000.000	82.000.000	--
TOTAL	127	53*	3.897.800.000	--	--

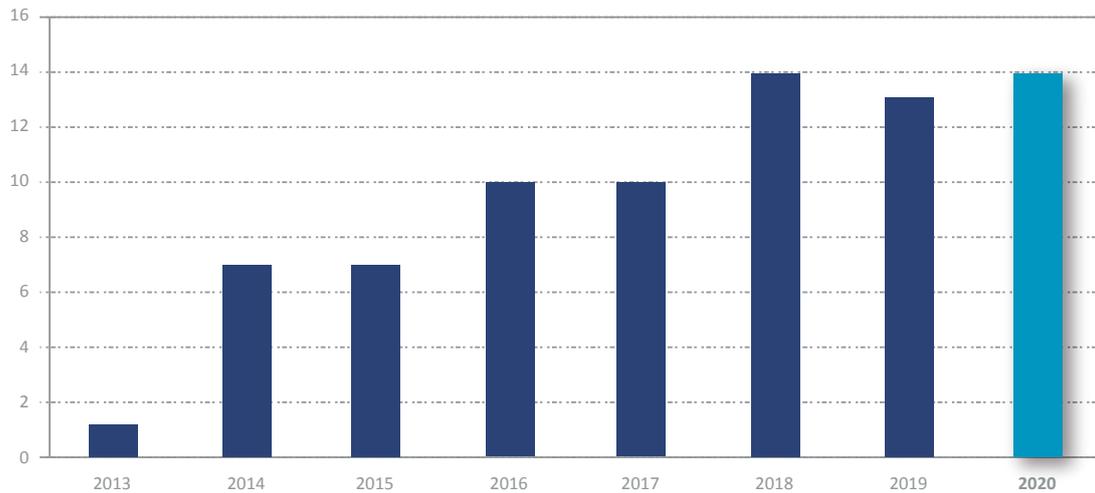
Notas BS: Bonos; BTN: Bonos Titulizados; CH: Cédulas Hipotecarias; OS: Obligaciones; COCOS: Bonos Convertibles Contingentes.

*Emisores distintos.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

Más allá de estos datos globales considerados para todo el periodo de forma conjunta, también resulta interesante estudiar cómo ha ido evolucionando el mercado a lo largo de sus años de vida. En el Gráfico 8 podemos observar el número de empresas que han emitido en cada año. La tendencia es claramente creciente. Un gran número de empresas, una vez que entran en el mercado, repiten en años posteriores con nuevas emisiones, lo que muestra con mucha claridad la capacidad que tiene el mercado de aportarles financiación.

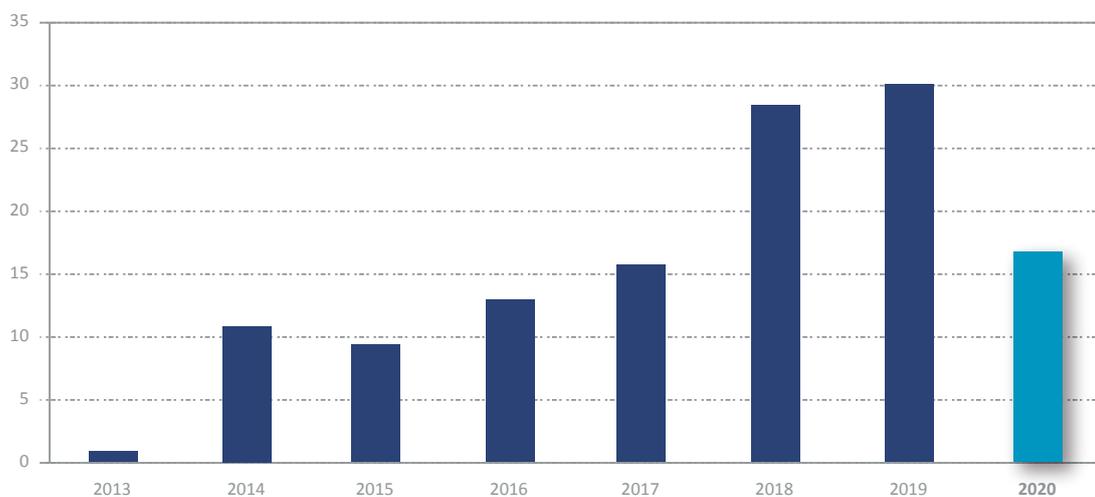
GRÁFICO 8: NÚMERO ANUAL DE EMISORES A LARGO PLAZO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

La evolución del número de emisiones por año (Gráfico 9) también muestra el buen comportamiento del mercado. Cada vez más dinámico, año a año se incrementan el número de emisiones colocadas. La excepción es el ejercicio 2020, en el que la incertidumbre que trajo la pandemia hizo que el mercado experimentara un descenso en esta variable, no ocurriendo así con las emisiones a corto plazo, que se vieron favorecidas por los avales del ICO a las emisiones de pagarés.

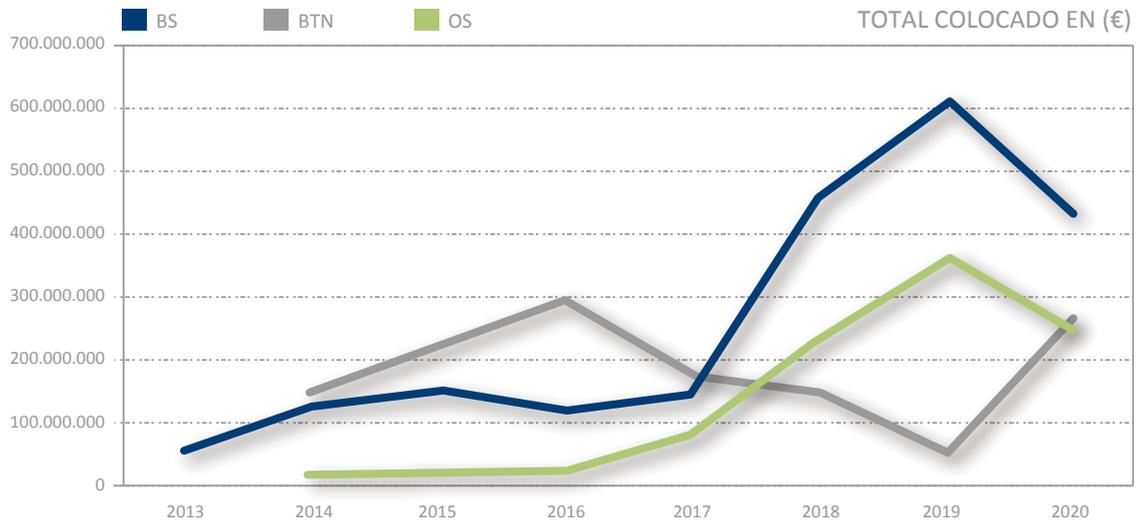
GRÁFICO 9: NÚMERO ANUAL DE EMISIONES A LARGO PLAZO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

Respecto al volumen total colocado³ en cada uno de los periodos, puede observarse que, tras varios años de estabilidad, las emisiones de bonos experimentaron un gran crecimiento en 2018 y 2019. Las obligaciones han seguido similar evolución, si bien a niveles inferiores. Las colocaciones de bonos titulizados, sin embargo, han experimentado durante estos años un comportamiento menos regular (ver Gráfico 10).

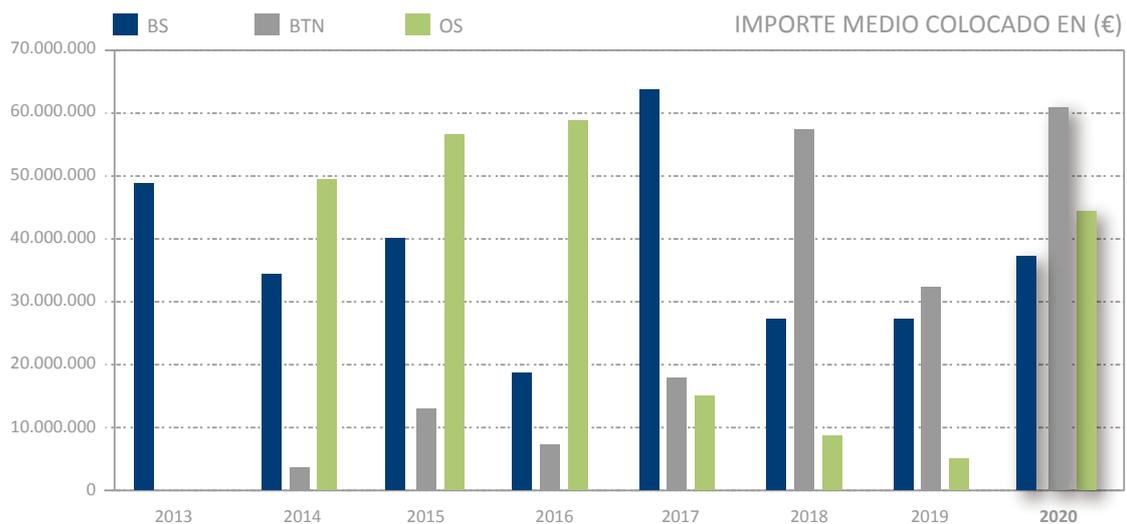
GRÁFICO 10: TOTAL COLOCADO ANUAL POR INSTRUMENTO FINANCIERO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

Por otra parte, si se atiende al volumen medio colocado por tipo de producto (Gráfico 11), es interesante destacar que la tendencia de las emisiones de bonos titulizados es a incrementar el tamaño. No es así en bonos y obligaciones que han ido cambiando su volumen medio en cada uno de los periodos analizados.

GRÁFICO 11: VOLUMEN MEDIO ANUAL COLOCADO POR TIPO DE INSTRUMENTO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

3. En este análisis no se incluye el total colocado o el importe medio colocado ni de las cédulas hipotecarias ni de los bonos contingentes convertibles por ser aún puntuales.

En cuanto al plazo medio de las emisiones, se aprecia la estabilidad de los plazos de las emisiones de bonos en torno a los 5 años. Por el contrario, las emisiones de bonos titulizados, procedentes de fondos de titulización, han ido incrementando su plazo desde los 7 años a los más de 20 de duración en 2020. Las emisiones de obligaciones también han tenido un comportamiento ascendente en cuanto a su plazo medio, salvo en 2020, año de la pandemia, que acusaron una fuerte caída (ver Gráfico 12).

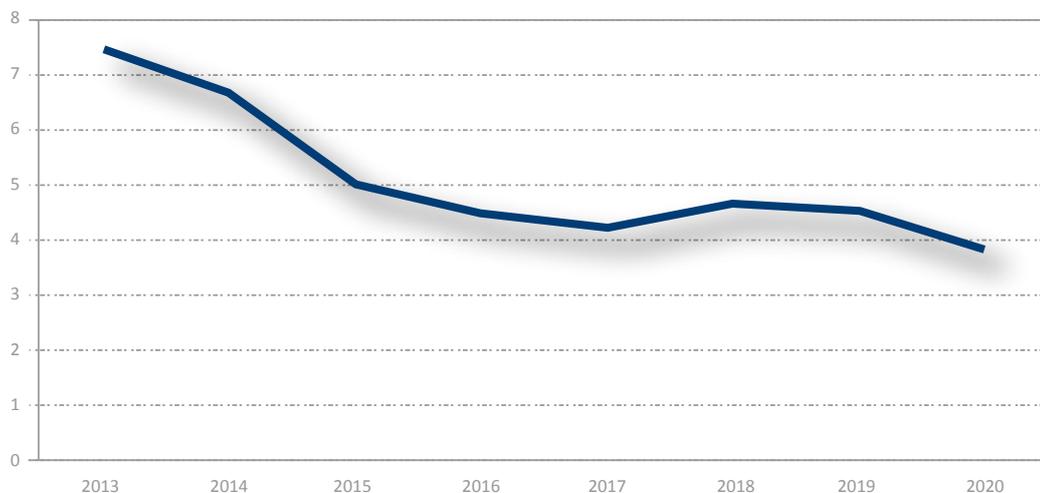
GRÁFICO 12: PLAZO MEDIO POR TIPO DE INSTRUMENTO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

También es posible analizar la evolución que ha seguido la TIR de las emisiones a tipo fijo en cada uno de los años (Gráfico 13). Como no podía ser de otra forma, ha ido descendiendo, siguiendo la tendencia bajista general que han experimentado los tipos de interés en estos últimos años. El cambio en el sesgo de la política monetaria de los bancos centrales, con la vuelta a medidas de expansión cuantitativa, bajadas de tipos de interés e inyecciones de liquidez, ha atraído el interés de los inversores hacia los activos de Renta Fija y en especial a las emisiones de deuda alternativas.

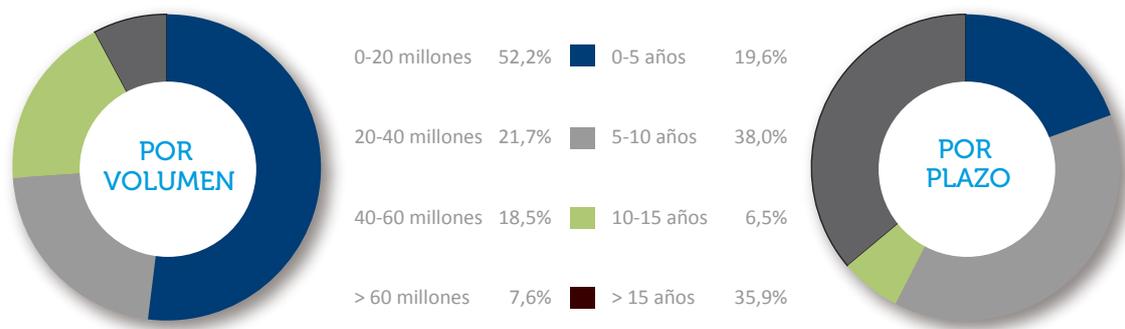
GRÁFICO 13: TIR MEDIO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

Por último, resulta interesante analizar de forma específica las emisiones de empresas corporativas españolas no financieras, quizá las más representativas de la vocación del MARF, excluyendo las emisiones del sector financiero de BS, OS, BTA y la emisión de Bonos Contingentes Convertibles, así como las dos emisiones de Cédulas Hipotecarias El importe colocado y el plazo medio por tramos se muestran en los Gráficos 14 y 15, respectivamente:

GRÁFICO 14 Y 15: DISTRIBUCIÓN DE LAS EMISIONES CORPORATIVAS NO FINANCIERAS



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

El MARF se configura como una alternativa de financiación para una amplia variedad de empresas, con necesidades de financiación de muy diferente tamaño y plazo. Las emisiones son en un 73% de un importe menor a los 40 millones de euros. Más del 52% no supera los 20 millones. También, aunque en menor medida, en el MARF se negocian emisiones de mayor importancia cuantitativa: el 18% tienen un importe entre 40 y 60 millones de euros, y casi el 8% supera los 60 millones.

En cuanto al plazo, puede concluirse que la mayor parte de las emisiones tiene un horizonte temporal de entre 5 y 10 años (38%). Le siguen, con un 36%, las emisiones que tienen un plazo superior a los 15 años. En tercer lugar, se sitúan las que vencen antes de 5 años, seguidas de aquellas que tienen un vencimiento entre 10 y 15 años (6%).

3.2. Emisiones a corto plazo

Desde su creación en 2013, en el MARF se han admitido 68 programas con un volumen de emisiones a corto plazo que superan los 31.286 millones de euros. El mecanismo de emisión continuada que estos programas permite ha facilitado alcanzar esta cifra, ya que una vez registrado el Documento Base de Incorporación inicial las sucesivas emisiones de pagarés que se realizan no precisan de un trámite complejo y su ejecución es muy sencilla. Los pagarés son activos a corto plazo, de duración de una semana a 24 meses. Se emiten al descuento, con rendimiento implícito. En multitud de ocasiones las emisiones se realizan al amparo de un programa con determinada vigencia y que establece un saldo máximo de emisión, permitiendo gran flexibilidad en cuanto a plazos. El procedimiento de emisión es por adjudicación directa o adjudicación por subasta y posteriormente cotizan en un mercado secundario.

Los aspectos más destacados de las 2.820 emisiones realizadas por las 68 empresas que han emitido en este mercado son los siguientes (ver Tabla 8). El activo financiero fundamental ha sido el pagaré (el 87% de las emisiones) aunque también se han negociado pagarés titulizados (el 13% de las emisiones).

De un total de 68 empresas, 62 han emitido pagarés (PE) a través de 2.669 emisiones, por un total de 29.664 millones de euros. El importe medio por emisión asciende a poco más de 11 millones de euros,

con un plazo medio de 4,3 meses. Las otras 6 empresas han emitido pagarés titulizados (PTA) en 151 emisiones, por un total de 1.601 millones de euros. El importe medio por emisión asciende a 10,6 millones de euros, con un plazo medio de 8,3 meses.

TABLA 8. EMISIONES A CORTO PLAZO (2013-2021)

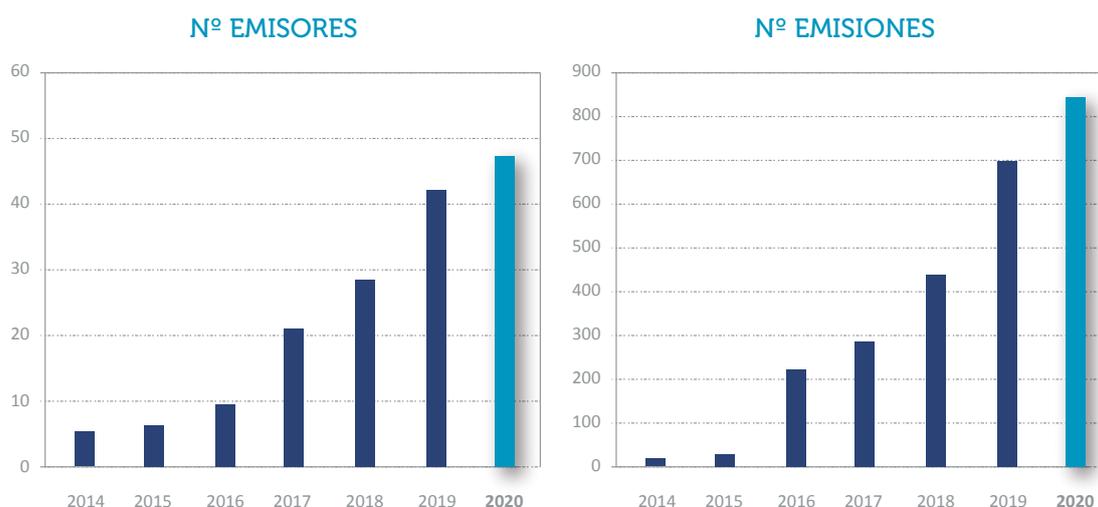
ACTIVO	EMISORES	EMISIONES	TOTAL NOMINAL (€)	MEDIA NOMINAL (€)	PLAZO MEDIO (MESES)
PE	62	2.669	29.684.600.000	11.121.993	4,3
PTA	6	151	1.601.700.000	10.607.285	8,3
TOTAL	68	2.820	31.286.300.000	--	--

Nota: PE: Pagarés; PTA: Pagarés titulizados.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

Analizadas las emisiones de pagarés (los pagarés titulizados, de mucha menor incidencia, se han obviado en lo que sigue) a lo largo de los años de existencia del MARF, los resultados se plasman en los siguientes gráficos y podemos extraer las siguientes conclusiones. El mercado ha sido cada vez más activo, incrementándose cada año el número de emisores que daban el salto a financiarse a corto plazo en los mercados, y de forma más clara aún el número de emisiones.

GRÁFICO 16 Y 17: NÚMERO ANUAL DE EMISORES Y DE EMISIONES DE PAGARÉS

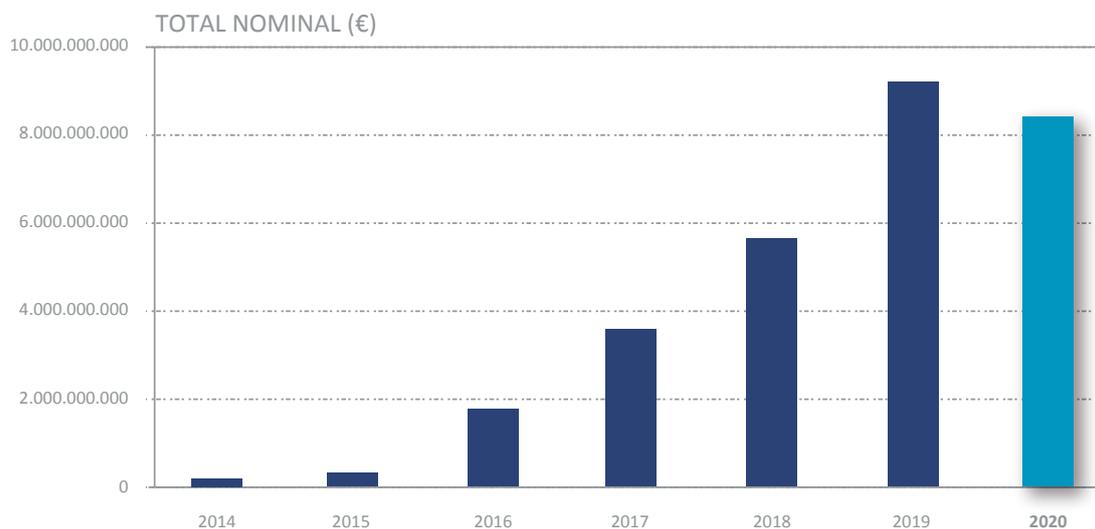


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

En consonancia con ese incremento continuo de emisores y emisiones, el total nominal anual ha ido creciendo en la misma medida. Incluso el año 2020, tras un parón en los meses de marzo y abril como consecuencia de la crisis sanitaria causada por el Covid-19, el MARF consiguió cerrar el ejercicio con un crecimiento respecto al año anterior, gracias, sobre todo, a la extensión a las emisiones de pagarés realizadas en este mercado del programa de avales públicos canalizados por el ICO por un valor de hasta 4.000 millones de euros.

La cobertura del ICO alcanza hasta el 70% del volumen total de la emisión. En conjunto se han tramitado las modificaciones de 16 programas para incorporar esta posibilidad de emitir pagarés avalados con un saldo máximo cercano a los 2.500 millones de euros. El ICO también ha puesto en marcha la suscripción directa de participaciones en emisiones de pagarés realizadas en este mercado para apoyar la liquidez de las empresas.

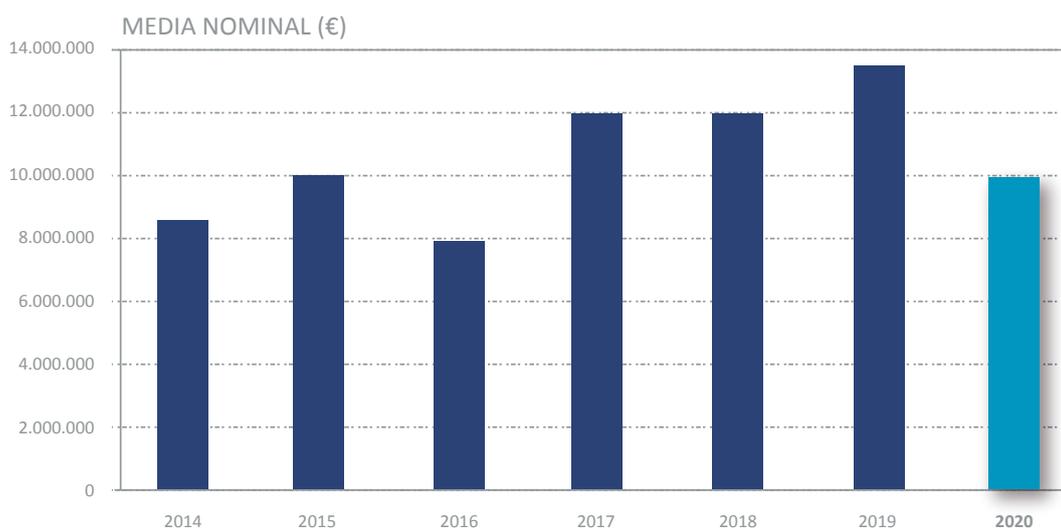
GRÁFICO 18: TOTAL NOMINAL ANUAL



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

Respecto al volumen medio de las emisiones no hay una tendencia significativa, oscilando entre el volumen medio mínimo de 8 millones marcado en 2016 y el cercano a los 14 millones de 2019.

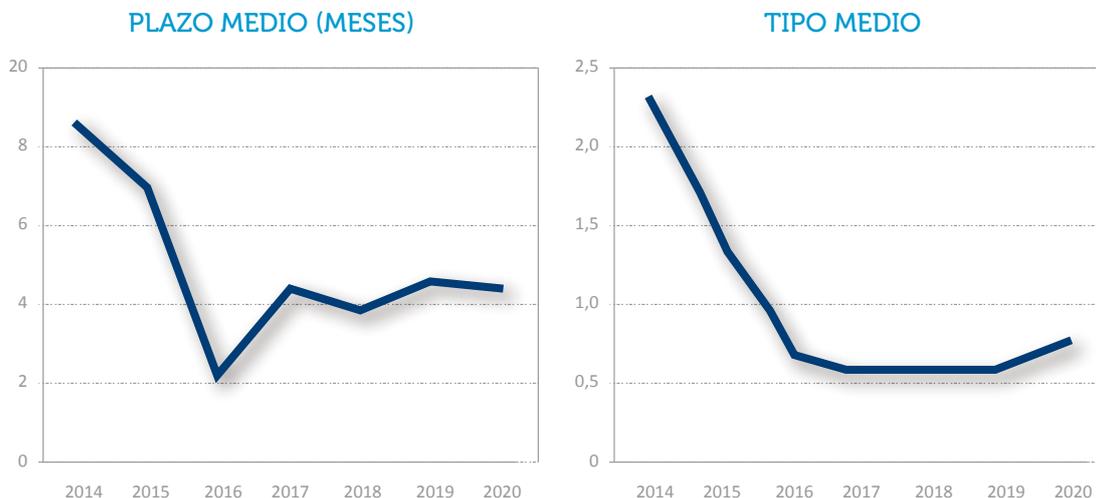
GRÁFICO 19: MEDIA NOMINAL ANUAL



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

En cuanto al plazo medio de los pagarés, la tendencia es al acortamiento de la vida de las emisiones hasta 2016 y el mantenimiento en el entorno medio en los 4 meses desde entonces. La evolución de los tipos medios ha sido descendente en consonancia con la evolución de los tipos de interés.

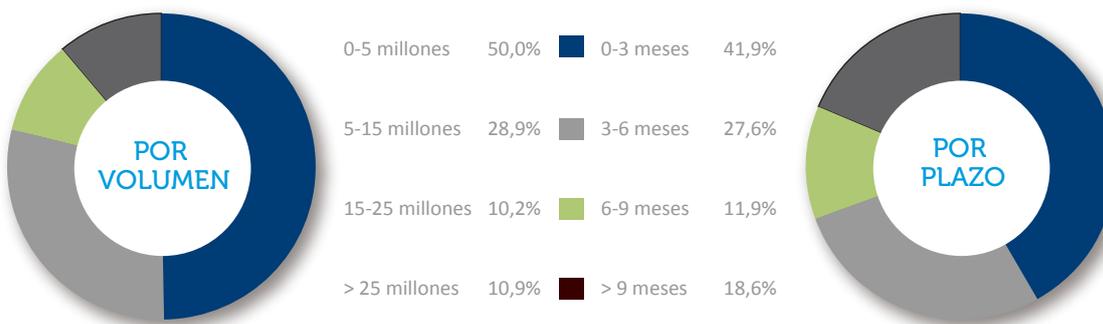
GRÁFICO 20 Y 21: PLAZOS Y TIPOS DE LAS EMISIONES DE PAGARÉS



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

Por último, y al igual que hemos hecho con el medio y largo plazo, podemos limitar el análisis estrictamente a las emisiones de empresas corporativas no financieras, excluyendo los emisores del sector financiero. Así, hemos estudiado el importe colocado y el plazo medio por tramos. Los resultados se muestran en los Gráficos 22 y 23.

GRÁFICO 22 Y 23: DISTRIBUCIÓN DE LAS EMISIONES CORPORATIVAS POR VOLUMEN Y PLAZO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

En los gráficos podemos observar que aproximadamente la mitad del volumen colocado en pagarés corresponde a un nominal de entre 0 y 5 millones de euros; otro 28,9% son emisiones de entre 5 y 15 millones. El resto se distribuye a partes iguales entre emisiones de mayor envergadura: un 10% entre 15 y 25 millones de euros y otro 10% en emisiones que superan los 25 millones.

En cuanto al plazo, podemos observar que la mayor proporción corresponde a pagarés con un plazo menor a tres meses. Le siguen los que contemplan un plazo entre 3 y 6 meses, y ya son porcentajes menores los que exceden los 6 meses.

4. IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL DEL MARF

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 fomentarlos que lo tiene definido como uno de los objetivos principales dentro 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.

El protagonismo de las emisiones de deuda corporativa como medio de financiación ya venía creciendo significativamente durante la última década, beneficiándose en gran medida de la reducción de la financiación bancaria disponible tras la crisis de 2008 y del descenso de los tipos de interés. De hecho, las empresas no financieras han aumentado sustancialmente su emisión neta de valores representativos de deuda en los últimos años. Sin embargo, queda mucho por hacer, porque 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.

En España, ha sido el MARF, siguiendo estas directrices europeas, el responsable de haber multiplicado la presencia de empresas no financieras españolas en los mercados de renta fija, reduciendo así su dependencia de la financiación bancaria. Es posible estudiar el impacto económico y social del MARF en la economía española considerando de manera agregada toda la muestra de empresas no financieras españolas emisoras de bonos y pagarés, tomando el año 2019 como referencia. La Tabla 9 muestra las variables tradicionalmente consideradas en este tipo de análisis: empleo, ventas, valor añadido, resultado de explotación y activos totales, que han sido tomadas de la base de datos SABI. En términos de empleo, las empresas del MARF contribuyen a mantener 376.568 puestos de trabajo y a alcanzar una cifra de negocio de 77.601 millones de euros, lo que genera un impacto sobre la renta (valor añadido) de 20.949 millones de euros y un resultado de explotación (EBIT) de 4.283 millones de euros. Adicionalmente, las empresas emisoras en el MARF colaboran en la financiación de un volumen de activos de 113.748 millones de euros.

TABLA 9: IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EMISORAS EN EL MARF

VARIABLE	VALORES*	
Empleo	376.568	empleados
Ventas	77.601	millones €
Valor añadido	20.949	millones €
Resultado de Explotación	4.283	millones €
Activo total	113.748	millones €

*Nota: Los datos son los consolidados del 2019 siempre que estén disponibles. En el supuesto de que las cuentas del año 2019 no estuvieran disponibles, se ha seguido el criterio de tomar los datos del último año disponible.

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

El MARF también tiene un impacto social positivo en uno de los movimientos recientes más importantes de la economía mundial y española, que es 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 2020, en España, uno de cada 10 euros en financiación en los mercados de capitales era sostenible y las emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles alcanzaron los 15.024 millones de euros. El MARF, como el resto de mercados de BME, está comprometido con la sostenibilidad. Su primera emisión de bonos verdes se registró en 2019 por un importe de 22 millones de euros. Desde entonces las emisiones de esta naturaleza no han dejado de crecer. A finales de abril de 2021, las emisiones ASG ascienden a 380 millones de euros y abarcan un amplio catálogo de productos, que va desde bonos y obligaciones sostenibles hasta bonos y obligaciones verdes (ver Tabla 10).

TABLA 10: EMISIONES ASG (ESG EN INGLÉS)

NATURALEZA DE LA EMISIÓN	AÑO EMISIÓN	VOLUMEN
Bonos verdes	2019	22 millones €
Obligaciones verdes	2020	200 millones €
Bonos verdes	2020	55 millones €
Bonos titulizados verdes	2020	50 millones €
Obligaciones sostenibles	2020	18 millones €
Bonos sostenibles	2021	10 millones €
Bonos verdes	2021	25 millones €

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MARF.

En definitiva, estos resultados nos muestran el importante efecto tractor que el MARF tiene sobre la economía española con grandes posibilidades para el futuro. Además, la disponibilidad de esta fuente alternativa de financiación para la inversión productiva y la inversión sostenible permite una oferta crediticia más estable y fluida a lo largo del ciclo económico.

5. CONSIDERACIONES FINALES

El MARF se está consolidando como un mercado de deuda que ofrece un amplio abanico de instrumentos de financiación a corto, medio y largo plazo. 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. El mercado acaba de alcanzar los 100 emisores, el volumen total de emisiones en 2020 ha superado los 9.634 millones de euros y el saldo vivo total al cierre de marzo de 2021 se sitúa en 5.904 millones de euros.

Pero más allá de las cifras, el éxito de este mercado también puede celebrarse porque durante los casi ocho años que lleva en funcionamiento ha ido incrementando su diversidad, siendo capaz de acoger a cualquier tipo emisor y dar salida a emisiones de multitud de plazos y diferentes instrumentos.

Así, año tras año, este mercado ha ido **dando entrada a empresas de diferente tamaño**, desde las pequeñas a otras más grandes. Además, dentro del nicho típico de empresas aptas para financiarse mediante la emisión de deuda, también encontramos algunas jóvenes, de menos de 10 años de vida, hasta las más consolidadas, con más de 20 años de existencia. Respecto a la actividad que desarrollan, en el mercado aparecen representados todos los sectores que componen el PIB español. Si atendemos a la localización geográfica, la inmensa mayoría son empresas españolas, pero el mercado no está cerrado a la cotización de emisiones de compañías extranjeras y así encontramos también una representación importante de emisores portugueses y, de menor importancia, inglés y holandés. Las españolas proceden de casi todas las Comunidades Autónomas.

Del mismo modo, el mercado también ha ido **diversificando los productos emitidos** y, además de las emisiones tradicionales de Obligaciones, Bonos y Pagarés, se han 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 ofrece un importante potencial de cara a las 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.

Este papel del MARF en la financiación de las empresas y en su funcionamiento también tiene **impacto en la economía española**. Las empresas no financieras financiadas en el MARF han contribuido a generar empleo, crear valor añadido y fomentar las inversiones, lo que en última instancia ha contribuido al crecimiento de la economía.

El MARF ha sido una figura que no sólo ha apoyado a las empresas en épocas de bonanza económica, sino que también en tiempos de crisis, como los originados por **el Covid-19 ha demostrado que puede desempeñar un papel determinante**. Durante esta crisis, el MARF ha contribuido a canalizar las ayudas públicas a las empresas gracias a la intervención del ICO como avalista de las emisiones e, incluso, como inversor, generando una interesante y fructífera colaboración público-privada que ha contribuido a que los canales de financiación siguieran abiertos para las empresas durante la crisis pandémica.

Por otra parte, no puede dejar de señalarse que un mercado de renta fija eficiente también es beneficioso **para los inversores**, ya que los bonos 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 corporativos de empresas no financieras son las compañías de seguros, fondos no monetarios y fondos monetarios de instituciones financieras. Los hogares poseen directamente una proporción muy escasa.

Para el futuro el MARF presenta ante sí dos importantes retos y oportunidades para su desarrollo. El primero, es 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 el segundo reto es continuar el proceso ya emprendido de ser un instrumento de canalización de la **financiación sostenible**, esto es, de las emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles. 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.