



Hacia un mejor acceso y entendimiento del Mercado Alternativo de Renta Fija

Autores:

Pablo Enrique Sandoval Camacho
José Ricardo Fernández de la Torre
Irene Peña Cuenca
David Palacio Estévez
Francisco López Morillas

Tutor del proyecto:

D. Rodrigo García de la Cruz



Proyecto patrocinado por:

The logo for 'axesor' is displayed in a blue, lowercase, sans-serif font. The letter 'a' is stylized with a small orange dot above it. The background of the page features a decorative blue and white wavy pattern at the bottom.



Con especial agradecimiento a todas las
personas e instituciones que nos han
acompañado a lo largo de este proyecto y
compartido con nosotros sus opiniones y
tiempo.

Índice de contenidos

Resumen ejecutivo	6
Bloque 1: Mercados de financiación	8
1.1. Introducción	8
1.2. Tendencias actuales del Sistema Bancario en España	8
1.3. Tendencias actuales del Mercado de Deuda en Europa y España	12
1.4. Conclusiones	14
Bloque 2: El mercado alternativo de renta fija, camino hacia su mejor comprensión.	16
2.1. Principales características	16
2.2. Principales agentes	19
2.3. Principales características que presenta el MARF para el emisor y el inversor	21
2.4. Funcionamiento del mercado MARF	22
2.6. Costes del proceso de emisión	26
Bloque 3: Aplicación real a empresas	29
3.1. Caracterización de empresas	29
3.2. Identificación y reunión con posibles empresas candidatas	35
3.3. El Indicador de Posicionamiento Marf	40
Bloque 4: Conclusiones y mejoras	42

Resumen ejecutivo

“**MARF, hacia un mejor acceso y entendimiento del mercado**” es un proyecto elaborado por alumnos de la promoción 2013-2014 del Máster de Corporate Finance y Banca de Inversiones del Instituto de Estudios Bursátiles y esponsorizado por la agencia de calificación **axesor rating**.

Este proyecto nace cinco meses después de la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) con dos objetivos:

- Por un lado **facilitar la comprensión** de un mercado nuevo que busca despejar la tradicional incertidumbre por parte de las empresas españolas hacia la diversificación de sus fuentes de inversión.
- Por otro lado **facilitar el acceso** de la empresa al MARF guiándola en un proceso de autoevaluación de las características de su negocio y necesidades de financiación.

Para conseguir alcanzar el primero de los objetivos el proyecto analiza en su **Bloque 1** las tendencias actuales de financiación bancaria y la ventana de oportunidad que existe en estos momentos para la empresa española en los mercados de capitales en un contexto en el que el nuevo entorno regulatorio impactará en el acceso al crédito por parte de las empresas, con especial impacto en financiaciones a largo plazo.

En el **bloque 2** de información se abordan, desde un punto de vista comparativo, los principales aspectos del MARF, su modo de funcionamiento y posibles ventajas y retos tanto desde el punto de vista del emisor como del inversor.

Para que el MARF pueda arrancar se considera imprescindible que su entendimiento y ventajas alcancen a los departamentos financieros de las empresas españolas, para lo cual es fundamental incrementar la información disponible de una manera fácil y comprensible.

Se propone la creación de una “**Guía de acceso rápido al MARF**”, que permita a la empresa comprender de forma visual qué es el MARF y de qué manera puede beneficiar a su negocio.

En segundo lugar, para facilitar el acceso de la empresa al MARF se ha procedido en el **Bloque 3** a caracterizar desde un punto de vista contextual, coyuntural y formal la incorporación de valores al MARF, destacando los requisitos formales y deseables para un mejor acceso al mercado.

Este análisis es el que ha permitido crear el “**Indicador de Posicionamiento MARF**” (IPM), una herramienta especialmente diseñada para la **auto-evaluación de empresas que se plantean la posibilidad de financiarse a través del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)**.

Finalmente se ha procedido a la identificación de una serie de empresas tipo que, por sus características, serían un ejemplo de empresas candidatas al MARF.

BLOQUE 1: MERCADOS DE FINANCIACIÓN

1.1. Introducción:

Seis años han transcurrido desde que la crisis financiera internacional tuviera su inicio, hoy las principales economías del orbe parecen estar entrando gradualmente en la senda de la recuperación y las condiciones extraordinarias que han imperado en el sistema financiero durante los últimos años empiezan a normalizarse, no obstante dicha senda de recuperación no retornará a las condiciones de liquidez y crédito que existieron pre-crisis. La reestructuración del sistema financiero internacional marca un nuevo orden que tendrá inevitablemente un fuerte impacto en España y sus mercados también.

El siguiente apartado se ha elaborado con el objetivo de analizar las tendencias del entorno económico más importantes y que explican las condiciones de mercado que propician la oferta y la demanda de deuda corporativa en general y específicamente aquella denominada “High Yield” o alta rentabilidad; un mecanismo alternativo de financiación para la empresa vía mercados de capital.

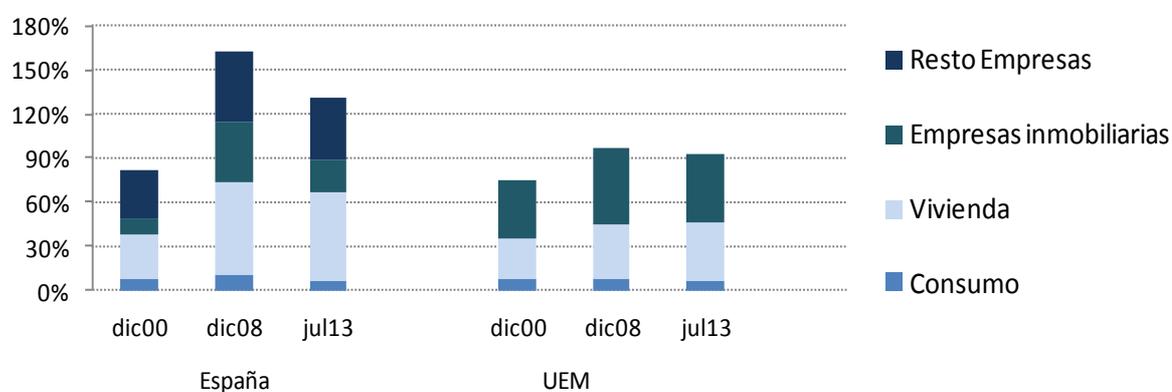
Por lo tanto como punto de partida es importante analizar dos variables fundamentales: los cambios en el sector bancario, principalmente aquellos que tienen un impacto sobre la financiación empresarial y las tendencias que motivan la demanda de papel High Yield.

1.2. Tendencias actuales del Sistema Bancario en España:

El nuevo tamaño del sistema:

El nuevo tamaño de mercado representa una de las principales variables para explicar la existencia de un sistema bancario más pequeño. Según la mayoría de expertos, la economía española crecerá en torno al **1.5% – 2%** durante los próximos años, estos niveles de crecimiento corresponden a una economía madura con un nivel de desarrollo importante con agentes que ya han alcanzado un nivel de apalancamiento elevado. El crédito sobre PIB de España se sitúa cercano al 140% y debe continuar con el proceso de desapalancamiento para alcanzar niveles más en línea con los sostenidos en la Eurozona, por lo tanto, el crecimiento de la banca vía volúmenes no será la norma en el entorno.

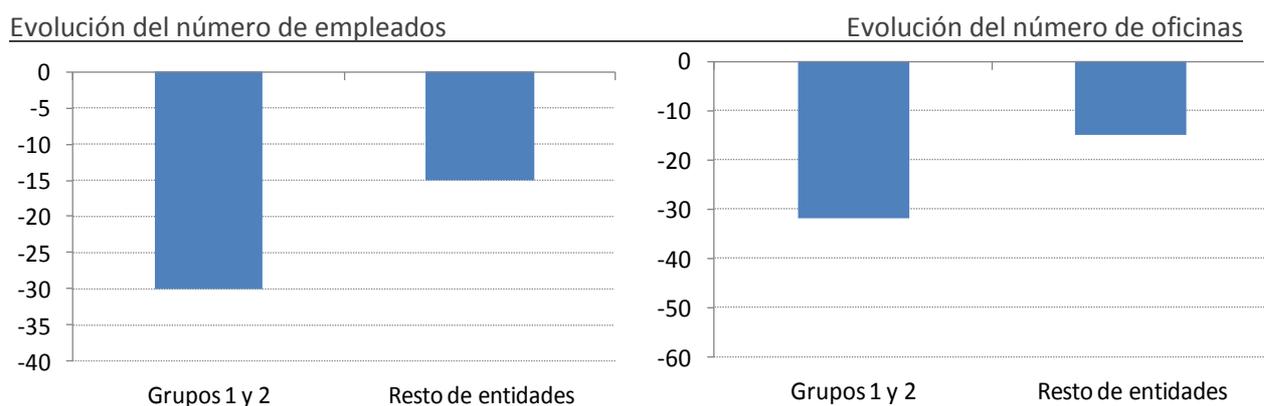
→Crédito Bancario al Sector Privado (% PIB)



Fuente: BBVA Research, BCE

La elevada capacidad instalada del sistema tendrá que ajustarse al nuevo entorno, los diferentes grupos bancarios no solo harán los ajustes necesarios para lograr eficiencias pero también las restricciones impuestas por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) que obliga a las instituciones que recibieron capital público de este organismo a reducir durante el periodo 2012-2017 el número de oficinas y de empleados.

→Evolución de Empleados y Oficinas en los negocios en España (Entidades de depósito). Variación porcentual en junio de 2013 respecto al máximo (junio 2008).

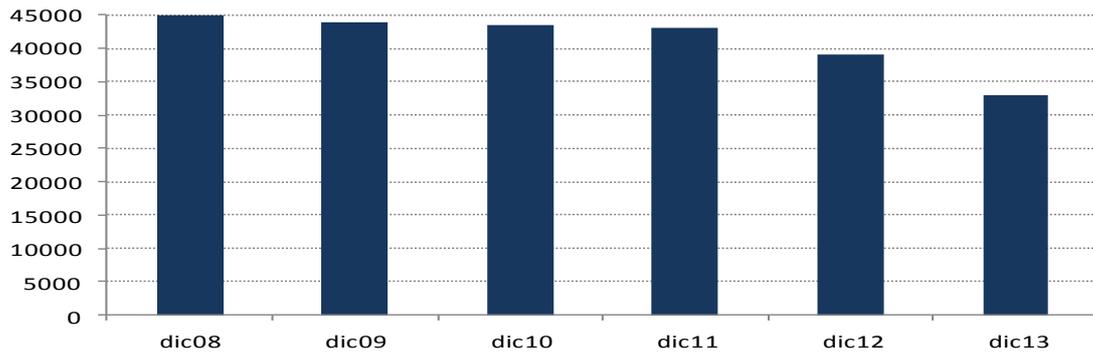


Fuente: informe de Estabilidad Financiera del Banco de España¹

Por lo tanto el tamaño de las redes tiende a adaptarse al nuevo tamaño del mercado. A cierre del 2013 el número de oficinas del mercado Español se encuentra por debajo de 35.000.

→Evolución del número de oficinas

¹ NOTA: “grupo 1”(entidades participadas mayoritariamente por el FROB) y “grupo 2” (entidades financieras que no pudieron cubrir sus necesidades de capital por su propios medios y recibieron apoyo público).



Fuente: informe de Estabilidad Financiera del Banco de España

Un sistema más regulado y más integrado; Basilea III y la Unión Bancaria Europea.

Para la mayoría de expertos este punto representa el principal elemento a cambiar las reglas del juego en el sector bancario. Una de las principales deducciones de la crisis fue la evidencia de las deficiencias en el entorno regulatorio bancario internacional, y para solventar este punto el Consejo de Estabilidad Financiera con sede en Basilea lideró la creación de las directrices del esquema regulatorio recomendado frecuentemente conocido como Basilea III.

Las líneas de reforma de dicho esquema tienen por objetivo reducir la probabilidad de que situaciones como las que alimentaron la reciente crisis se vuelvan a repetir y al mismo tiempo, minimizar el impacto hacia el contribuyente y el sector real de la economía en caso de que se produjera de nuevo un evento de crisis del sistema. Por lo tanto, se busca incrementar la seguridad y la solvencia de los bancos mientras se reduce la probabilidad de contagio y riesgo sistémico.

Entre sus principales reformas cabe destacar las siguientes:

- Se establecen dos ratios de liquidez: LCR (Coeficiente de cobertura de liquidez) y NSFR (Coeficiente de fondeo estable neto) que buscan cubrir las necesidades del banco para afrontar crisis de liquidez en el corto plazo y calcular la proporción de activo a largo plazo financiado con fuentes estables a largo plazo respectivamente.
- El capital mínimo de calidad, compuesto por acciones ordinarias y los resultados acumulados, aumentará del 2% al 4,5% de los activos ponderados por riesgo gradualmente entre 2013 y 2015.
- El llamado capital Tier I, que incluye además de las acciones ordinarias y los resultados acumulados, las participaciones preferentes, híbridas de capital y deuda sin pagar aumentara del 4% al 6% durante el mismo periodo.

Por otra parte, los bancos tendrán que construir gradualmente entre 2016 y 2019, dos "colchones de capital" para eventos de crisis:

1. Colchón de conservación de capital: Equivalente al 2,5% de los activos ponderados por riesgo, con una ampliación de capital de alta calidad del 7% para final de 2019. A pesar de que se mantiene el requisito mínimo de capital Tier I del 8% una vez considerado el impacto de dicho requerimiento el ratio pasa al 10,5%. Si el banco está cerca del porcentaje mínimo establecido se puede incurrir en reducción de margen de beneficios y retribución de dividendos

2. Colchón de capital anticíclico de alta calidad: Será entre el 0% y el 2,5%. Este segundo colchón dependerá del nivel de capitalización de mercado y tiene por objeto proteger el sistema bancario en los períodos de expansión del crédito.

Por lo tanto, teniendo en cuenta los dos colchones, el requisito de capital mínimo puede llegar al 13%.

Además del impacto en capital Basilea III supone cambios en una lista amplia como lo son la creación de un marco específico para las entidades sistémicas con recargos de capital adicionales, se encarece sensiblemente la creación y negociación de productos OTC incentivando su contratación en mercados organizados con cámaras de contrapartida, se refuerzan los mecanismos de supervisión, se introducen medidas para regular mejor a las agencias de rating. Esta lista no es exhaustiva y son algunos ejemplos de las profundas modificaciones que sufrirá el sector bancario en los próximos años y que tendrán un impacto muy importante en el funcionamiento actual del sector.

Por otro lado, para el mercado Europeo, la unión bancaria europea es el otro elemento además de la regulación de Basilea III que presenta cambios importantes para el sector. Las líneas de reforma de la unión bancaria europea se centran principalmente en una regulación bancaria plenamente convenida, un supervisor único, un marco común de resolución de crisis bancarias y un mecanismo único de aseguramiento de depósitos. El sistema bancario español se verá sin duda afectado por estos cambios derivados de la unión bancaria europea.

Los cambios más inminentes son el establecimiento de un supervisor único europeo, que traerá consigo una nueva cultura supervisora, un marco de resolución de crisis bancarias con una exigencia de absorción de pérdidas mínima por parte de los acreedores antes de que sea posible el uso de los Fondos de Resolución estableciendo así un esquema con menor ayuda pública a los bancos y una regulación única y plenamente convenida donde cabe destacar la Directiva de Requisitos de Capital que sigue las recomendaciones internacionales acordadas en el Comité de Basilea pero además del capital regulatorio mínimo, la norma reduce el capital necesario para préstamos otorgados a Pymes con el fin de aumentar su concesión.

Durante los próximos años el mercado español estará inmerso en un proceso de desapalancamiento bancario impactado por nuevas normativas de estabilidad financiera que conllevan como efecto colateral la restricción del crédito a medio plazo, que será más escaso y más caro por lo tanto toma fuerza la tendencia a la diversificación hacia fuentes alternativas a la bancaria, donde las empresas están optando por obtener fondos en los mercados alternativos nacionales e internacionales como complemento a la financiación bancaria.

Dentro de este contexto el volumen de oferta de bonos corporativos generado por el proceso de desintermediación bancaria está encontrando fuerte demanda en los mercados.

1.3. Tendencias actuales del Mercado de Deuda en Europa y España.

Mejora en el sentimiento de mercado impulsada por datos macroeconómicos positivos

Durante el 2013 y el 2014 se ha dado una clara mejora en el sentimiento del mercado impulsada por datos macroeconómicos con tendencia a la recuperación. La actividad del mercado dependerá en gran medida de los factores macroeconómicos tanto en EEUU como en Europa, la evolución positiva de los niveles de crecimiento es una buena señal para el mercado. Para la zona Euro el PMI compuesto alcanza 54 puntos a principios del segundo trimestre del 2014 confirmando así un ciclo expansivo del sector manufacturero.

1. Medidas Expansivas: Un ambiente de alto nivel de liquidez.

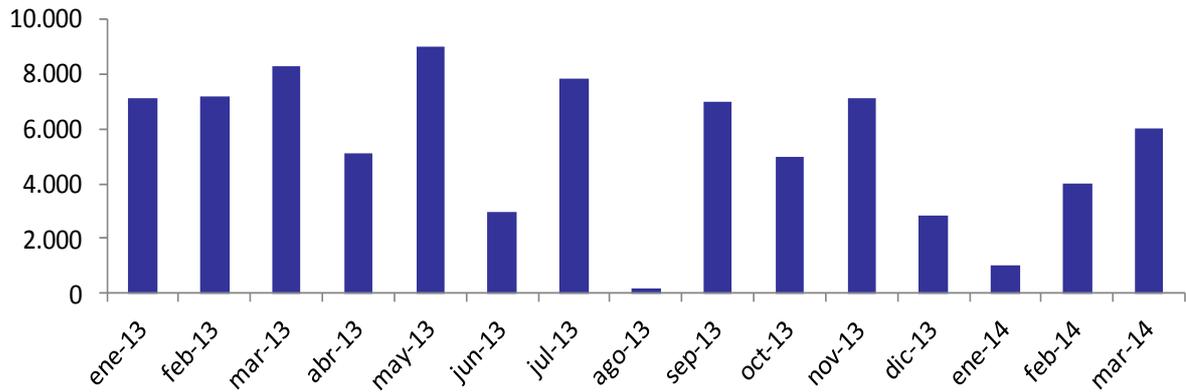
Las medidas expansivas llevadas a cabo por los Bancos Centrales para apoyar la reactivación económica han ocasionado un ambiente de fuerte liquidez en el sistema y bajos tipos de interés.

2. El inversor: A la búsqueda de mayores rentabilidades.

Los factores de mercado antes mencionados han ocasionado que los inversores se encuentren en un entorno de menor aversión al riesgo, fuertes niveles de liquidez y bajas rentabilidades obtenidas en gran número de activos por lo tanto se da un fuerte interés inversor por mayores rentabilidades aumentando la demanda por activos de mayor riesgo: EuroStoxx 50 +14% YoY, Ibex 35 +18% YoY y DJ +18% YoY durante los últimos 12 meses.

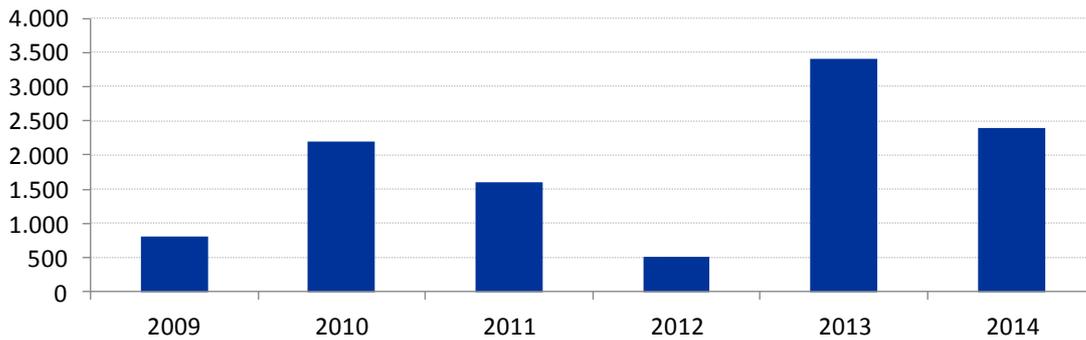
La búsqueda por rentabilidades ha impactado fuertemente en el volumen de actividad del mercado de deuda High Yield. El alto nivel de demanda ha ayudado a que las referencias de secundario estrechen significativamente, emisiones en el rango BBB hasta se han visto beneficiadas con caídas de 200 pbs con relación al cupón medio, esto combinado con el proceso de desapalancamiento bancario está siendo aprovechado por los emisores para anunciar nuevas operaciones con rentabilidades mas contenidas, facilitando el acceso a nuevos emisores, emitiendo importes mínimos menores y a plazos más largos.

→ Actividad Reciente HY Europeo (millones euros)



Fuente: Elaboración propia con datos de BBVA Research, Dealogic.

→ 2009-2014YTD Actividad Reciente HY España (millones euros)



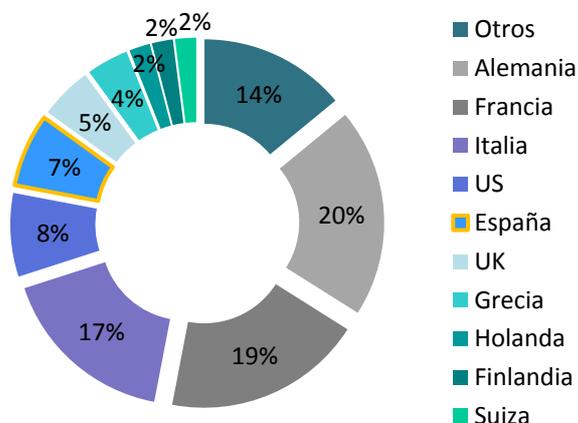
Fuente: Elaboración propia con datos de BBVA Research, Dealogic.

3. Fuerte incremento en el volumen de Actividad del Mercado Europeo y Español.

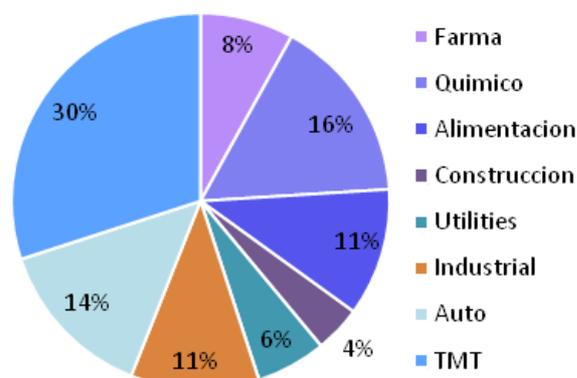
Los factores técnicos y de mercado explicados con anterioridad impactan positivamente en los volúmenes de actividad del Mercado High Yield Europeo, incluyendo al mercado español. El Mercado Primario HY Europeo crece 1,9 veces del año 2012 al 2013. Durante este mismo periodo se dio un crecimiento de 1,5 veces para emisores inaugurales (empresas que emiten bonos por primera vez).

Para el caso de España la mejora en la percepción de los activos españoles permite un crecimiento de actividad de 6 veces con respecto al 2012, no obstante a pesar de un volumen de crecimiento positivo en su volumen de actividad, el mercado sigue siendo dominado por Italia, Alemania y Francia.

→Actividad por países EUR 2013



→Actividad por sectores EUR 2013



Fuente: Elaboración propia con datos de BBVA Research, Dealogic.

1.4. Conclusiones

Las condiciones actuales del mercado representan una **ventana de oportunidad para el sector empresarial español**, están dadas las condiciones de actividad y demanda necesarias con perspectivas a futuro muy favorables para captar recursos vía mecanismos alternativos de financiación.

Prueba de ello es el gran número de emisiones inaugurales –de empresas que emiten por primera vez en los mercados de capitales- observada desde principios de 2013. Estas empresas entre las que destacan Ence, Grupo Antolín, Gestam o Empark se han beneficiado progresivamente de tipos más competitivos y plazos de vencimiento de hasta siete años.

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) se presenta como un canal más flexible para que la empresa española aproveche las condiciones que ofrece el mercado actual. Algunas empresas como Eysa, Copasa, Tecnocom y Ortiz entre otras, ya se han beneficiado de las oportunidades que presenta este mercado.

→Resumen Principales Emisiones por volumen de HY Empresas Españolas.

Emisor	Moody's	S&P	Importe EUR(m)	Cupon	Fecha emision	Vencimiento	Plazo	Call
Abengoa	B1	B+	250	8,875	ene-13	feb-18	5	n/d
Cirsa	B3	B+	100	8,75	ene-13	may-18	5	1
Ence*	B1	BB	250	7,25	ene-13	feb-20	7	3
Ono	B1	B+	260	8,5	ene-13	mar-20	7	3
Avanza*	B1	n/d	315	7,5	may-13	jun-18	5	2
Avanza	B2	n/d	175	9,5	may-13	jun-19	6	3
Gestamp*	B1	BB	500	5,875	may-13	may-20	7	3
Abengoa	B2	B	250	8,875	sep-13	feb-18	4	n/d
Abengoa	B2	B	50	8,875	oct-13	feb-18	4	n/d
NH Hoteles*	n/d	B	250	6,875	oct-13	nov-19	6	4
Empark*	B2	BB-	235	6,75	dic-13	dic-19	6	3
Empark	B2	BB-	150	Eur3m + 550pb	dic-13	dic-19	6	1
Portaventura*	B3	B-	270	7,25	dic-13	dic-20	7	3
Portaventura	B3	B-	150	Eur3m + 562pb	dic-13	dic-19	6	1
Cirsa	B3	B+	120	8,75	ene-14	may-18	4	0
Abengoa	B2	B	500	6	mar-14	mar-21	3	n/d
Almirall*	Ba3	BB-	325	4,625	mar-14	abr-21	7	3
Antolin*	Ba3	BB-	400	4,75	mar-14	abr-21	7	3
Grifols	B1	B+	1000	5,25	mar-14	abr-22	8	3
Isolux*	n/d	B	600	6,625	mar-14	abr-21	7	3

*Emisores inaugurales

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BBVA Research, Dealogic.

→Resumen emisiones de bonos y obligaciones registradas en el MARF (datos a agosto 2014)

Emisor	Axesor	Scope	Importe (miles EUR)	Cupon	Fecha emision	Vencimiento	Plazo
Audax	BB+	-	21.000	5,750	jul-14	jul-19	5
Copasa	BB	-	50.000	7,500	dic-13	dic-18	5
Eysa	BB+	-	75.000	6,875	jul-14	jul-21	7
Ortiz	BB	BB-	50.000	7,000	jul-14	jul-19	5
Tecnocom	BB+	BB-	35.000	6,500	abr-14	abr-19	5

Fuente: Elaboración propia en base a datos de BME

BLOQUE 2: EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA, CAMINO HACIA SU MEJOR COMPRENSIÓN.

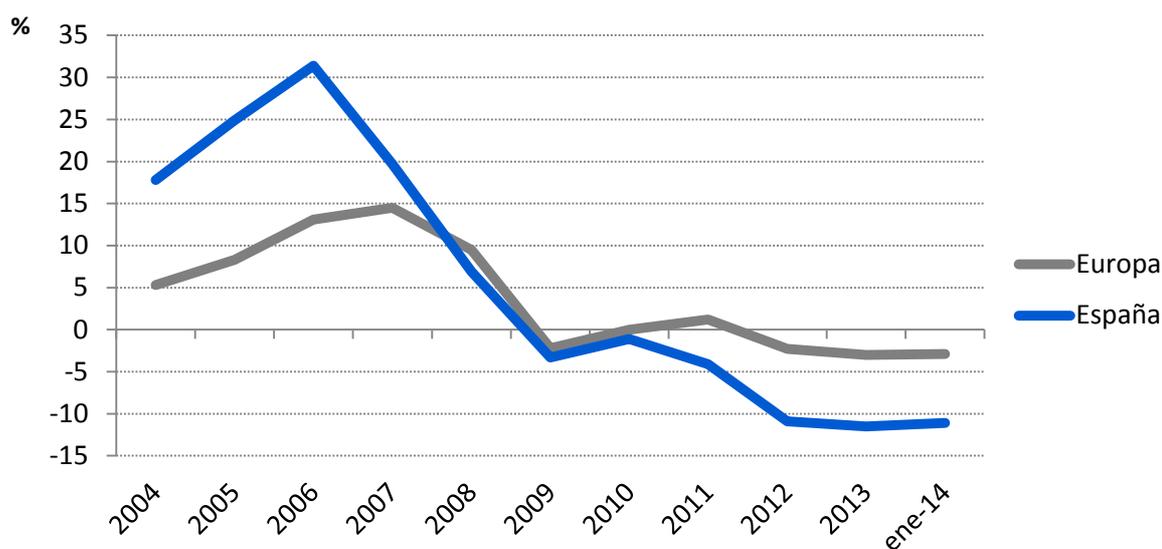
2.1. Principales características

El MARF es un mercado alternativo que nació el 7 de octubre de 2013 ante la necesidad de ofrecer fuentes alternativas de financiación a empresas solventes.

Históricamente las pequeñas y medianas empresas habían buscado su financiación a través exclusivamente de apalancamiento vía créditos y préstamos, pero ya en 2012 este modo de financiación sufrió un importante ajuste del 8,5%, lo que generó la necesidad de fuentes e alternativas de financiación debido a la alta dependencia del canal bancario.

En palabras del propio ministro de economía Luis de Guindos, impulsor del MARF, "este mercado nace para completar las fuentes de financiación de la economía española".

→ Evolución del crédito a empresas (tasa de variación interanual)



Fuente: Banco Central Europeo

En el conjunto de los países europeos, el MARF, por sus características, se enmarca en el mismo entorno de mercado que, por ejemplo, el **Alternext** francés, el **Extra Mot** Pro italiano, o el **Mid-Cap Bond Market** alemán, mercados más maduros que el MARF que ya cuentan con un sólido desarrollo.

Pero, ¿en qué consiste el MARF?

PUNTO 1

Se trata de un mercado alternativo: El MARF está basado en un Sistema Multilateral de Negociación. Dentro del mapa de la economía española esto significa que, si bien su reglamento ha sido aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), no se encuentra sometido a sus restricciones, ya que está dirigido por AIAF Mercado de Renta Fija, S.A.U. Gracias a esto, por ejemplo, no son necesarias IAS (normas internacionales estándares que pretenden establecer reglas comunes de contabilidad).

→ Mercados regulados frente a Sistemas Multilaterales de Negociación

Mercados regulados	Sistemas Multilaterales de Negociación
Los mercados regulados quedan definidos en la Ley 47/2007 como aquellos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación. Los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales. A tales efectos, actualmente se consideran mercados secundarios oficiales de valores los siguientes: las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Mercado de Futuros y Opciones MEF, y el Mercado de Renta Fija AIAF.	Tiene la consideración de sistema multilateral de negociación todo sistema, operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100 por ciento por una o varias sociedades rectoras, que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en la Ley 4/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

PUNTO 2

Se trata de un mercado flexible y ágil: Los requisitos de acceso a MARF son mucho más flexibles que en otros mercados ya existentes, como los mercados oficiales regulados. Asimismo, el proceso de emisión es menos costoso y, más ágil y rápido. Se estima que desde que una empresa anuncia al MARF su intención de hacer una emisión hasta que la emisión sale adelante, el tiempo que transcurre es de cinco a seis semanas (ver calendario), y los costes generales de la emisión pueden suponer entre un 3% y un 5% (all in cost) sobre el total de la emisión, dependiendo principalmente del volumen emitido y liquidez de la emisión.

→ Calendario incorporación de valores:

	Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
→Semana 1	Acuerdo de emisión de los valores al MARF		Elaboración por el emisor de la documentación corporativa, y del documento informativo de incorporación al MARF.		
→Semana 2	Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
→Semana 3	Envío por el Asesor Registrado a la CIV de la documentación contenida en la Regla 3ª.1.		Revisión de la documentación contenida en la Regla 3ª.1. por la CIV.		
→Semana 4	Solicitud de ISIN a la Agencia Nacional de Codificación de Valores.	Envío de la documentación para el alta de valores en IBERCLEAR.		Jueves	Viernes
→Semana 5	Envío de las instrucciones de liquidación desde el banco agente a IBERCLEAR.	DESEMBOLSO.	Certificado/comunicación de la inscripción desde IBERCLEAR a MARF.	Estudio del expediente completo por parte de la CIV.	Elevación por parte de la CIV al CA de AIAF del informe de evaluación junto con la propuesta de acuerdo.
→Semana 6	Acuerdo de incorporación por el CA de AIAF. Comunicación a CNMV, al emisor y publicación en el Boletín de Mercado.				

Fuente: BME

PUNTO 3

Es un mercado destinado a inversores institucionales: Otra de las características principales que definen al MARF es que por ahora el espectro de inversores se limita a inversores cualificados, por ello el valor mínimo unitario de cada valor debe ser 100.000 euros. El espectro inversor es tanto español como extranjero, se trata de inversores que pretenden diversificar sus carteras con compañías de un tamaño mediano, hasta la fecha con empresas dentro del espectro high yield: empresas de calidad, con rendimientos atractivos, en expansión, tanto cotizadas como privadas. Aunque cabe destacar que poco a poco veremos como compañías con grado de inversión también comienzan a emitir en el MARF.

2.2. Principales agentes

Dentro de los componentes del mercado MARF nos encontramos con 4 componentes principales: Entidades mediadoras, Miembros del mercado, Agencias de calificación y Asesores registrados.

- **Miembros del Mercado:** Pueden ser Miembros del Mercado las entidades de crédito y empresas de inversión autorizadas a operar en los mercados, por cuenta propia o de terceros, y la Administración General del Estado, a través de la Secretaría General del Tesoro, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España. Los Miembros del Mercado son los encargados de contratar y colocar los valores durante la emisión, y posteriormente son los encargados de su custodia y liquidación.
- **Entidades mediadoras:** Empresas autorizadas a prestar sus servicios de inversión a terceros, con marcado carácter tecnológico, tales como la introducción de las órdenes de compra en el sistema. Son las encargadas de mediar en el mercado a instancias de los Miembros del mercado, identificando a los miembros por cuya cuenta operarán. Es requisito imprescindible que operen en el mercado en nombre de un Miembro del mercado, ya que en ningún caso pueden hacerlo en nombre propio.
- **Agencias de calificación:** Las agencias de calificación crediticia ofrecen dictámenes independientes acerca de la calidad del crédito de una entidad, de una deuda o de una obligación o un instrumento financiero. A nivel europeo están registradas por ESMA (*European Securities and Markets Authority*). En España la única empresa registrada para emitir un rating es **axesor rating**. En este aspecto, es muy relevante el papel de este tipo de agencias de calificación locales como alternativa a las grandes agencias de calificación, puesto que tienen un conocimiento mucho más cercano de las compañías de “middle market” de cada país.
- **Asesores registrados:** Una de las figuras integrantes del mercado es la de los Asesores registrados, que son los encargados de dar soporte a las empresas interesadas en emitir renta fija acerca de la normativa y otros aspectos de la emisión, tales como las obligaciones y responsabilidades que deben asumir al incorporar emisiones al Mercado. Además, son empresas especializadas en facilitar interlocución entre los distintos agentes del mercado. También deberán asesorar a la empresa durante la vida de la emisión. Para ser Asesor registrado, las empresas deberán cumplir con una serie de requisitos: ser persona jurídica, tener experiencia previa en el asesoramiento de compañías, contar con el personal adecuado, mantenerse independiente con respecto a la empresa que van a asesorar y separar claramente sus cometidos como asesores de otros que puedan desarrollar en el Mercado.

→ Resumen de participantes, características y funciones.

Participantes	Características del participante	Labor principal en el mercado
Agencias Mediadoras	Entidades autorizadas a prestar servicios de inversión a terceros, conforme a lo estipulado en la Ley del Mercado de Valores.	Mediar en el mercado en nombre de los Miembros del mercado, aportando la plataforma tecnológica.
Agencias mediadoras a septiembre 2014: RENTA 4, SV; SANTANDER INVESTMENT BOLSA, SV; NORBOLSA, SV.		
Miembros del Mercado	Entidades de crédito y empresas de inversión autorizadas a operar en los mercados, por cuenta propia o de terceros. La Administración General del Estado, a través de la Secretaría General del Tesoro, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España.	Contratar y colocar los valores durante la emisión. Custodiar los valores y proceder a su liquidación.
Miembros del mercado a septiembre 2014: BBVA; Banco Sabadell; Bankia; Novagalicia Banco; Renta 4 Banco; Ahorro Corporación Financiera, SV; Banco Popular Español, GVC Gaesco Valores, SV; Espirito Santo Investment Bank; Banco Santander; Caja de crédito de los Ingenieros, Auriga Global Investors, SV; Beka Finance, Norbolsa, CaixaBank, Banca March.		
Agencias de Calificación	Empresas hregistradas por ESMA. Con medios y experiencia en análisis financieros.	Un rating expresa una opinión independiente sobre la capacidad que tiene una entidad para hacer frente a sus obligaciones financieras en tiempo y forma.
Ejemplos de Agencias de Calificación: Axesor Rating (España), S&P, Moody's, Fitch		
Asesores Registrados	Personas jurídicas con experiencia previa en el asesoramiento de empresas.	Dar soporte a las empresas interesadas en emitir en el mercado, acerca de la normativa, los derechos y las obligaciones que conlleva emitir en MARF
Asesores registrados a septiembre 2014: Arcano Valores; Banco Sabadell; Solventis; Analistas Financieros Internacionales; KPMG Asesores; Didendum AR; Deloitte Advisory; Renta 4 Banco; Ahorro Corporación; Riva y García; GVC Gaesco Valores; VGM Advisory Partners; Auriga Global Investors; Banca March; PricewaterhouseCoopers, Norbolsa, SV; TREA Capital Partners SV.		

2.3. Principales características que presenta el MARF para el emisor y el inversor.

Podemos hablar de las ventajas e inconvenientes de emitir en el Mercado Alternativo de Renta Fija dividiendo estas en función de si se considera el punto de vista del emisor o del inversor.

Para el emisor:

Los emisores se encuentran ante un gran abanico de ventajas de emitir en el MARF, si lo comparamos, por ejemplo, con la financiación bancaria convencional. La principal ventaja que encontrará una compañía interesada en emitir bonos en este mercado será que podrá acceder a una financiación bullet (préstamo que no amortiza hasta vencimiento), con un plazo de entre 5 y 8 años, con unos costes de emisión y mantenimiento similares a los conseguidos en la financiación bancaria, pero con la gran ventaja de no tener que estar pendientes de renovaciones o constantes negociaciones con bancos durante toda la vida de la emisión. De este modo, la empresa puede dedicarse a su negocio sin desviar recursos a la relación con bancos.

Debido al gran cambio que ha sufrido la banca española en los últimos años, también supone una gran ventaja no tener que tener un pool bancario que actualmente estaría mucho más restringido, ya que el número de entidades ha sufrido un gran descenso.

Otra gran ventaja que pueden encontrar las empresas al emitir en el MARF es que, una vez realizada la primera emisión, la compañía adquiere la representatividad propia de estar en los mercados, con las ventajas que ello conlleva. En palabras de Javier Martín, Director General de TecnoCom, “es positivo emitir y que te califiquen las agencias”.

Por otro lado, los requerimientos para emitir en MARF son mucho más ágiles que los necesarios para emitir en mercados regulados, lo que se puede considerar una ventaja en toda regla. Si una empresa quiere emitir en MARF, los principales requerimientos incluyen la elaboración de un Documento Informativo (conforme a lo establecido en la Circular 7/2013), la presentación de las cuentas anuales debidamente auditadas de los dos últimos años, un informe de evaluación crediticia y de riesgo de la emisión (que realizará la agencia de rating) y el nombramiento de un Asesor Registrado.

La principal dificultad para una empresa que acceda por primera vez al MARF, al tratarse en su mayoría de empresas de ámbito privado, que habitualmente no han tenido que desarrollar una labor de relación con inversores, y en muchos casos incluso empresas familiares, es adaptar su departamento financiero a los requerimientos de transparencia e información pública para inversores.

Finalmente, al tratarse de una financiación a plazo, existe el riesgo de que a lo largo de la vida de la emisión se produzca una evolución de tipos negativa (en caso de haber emitido a tipo fijo), lo que provocaría un abaratamiento comparativo en la financiación convencional bancaria, aunque este escenario hoy improbable en el actual entorno de tipos cero y de mínimos históricos. De hecho muchas empresas están aprovechando a emitir renta fija a largo plazo a tipos muy competitivos y difícilmente igualables en el futuro próximo.

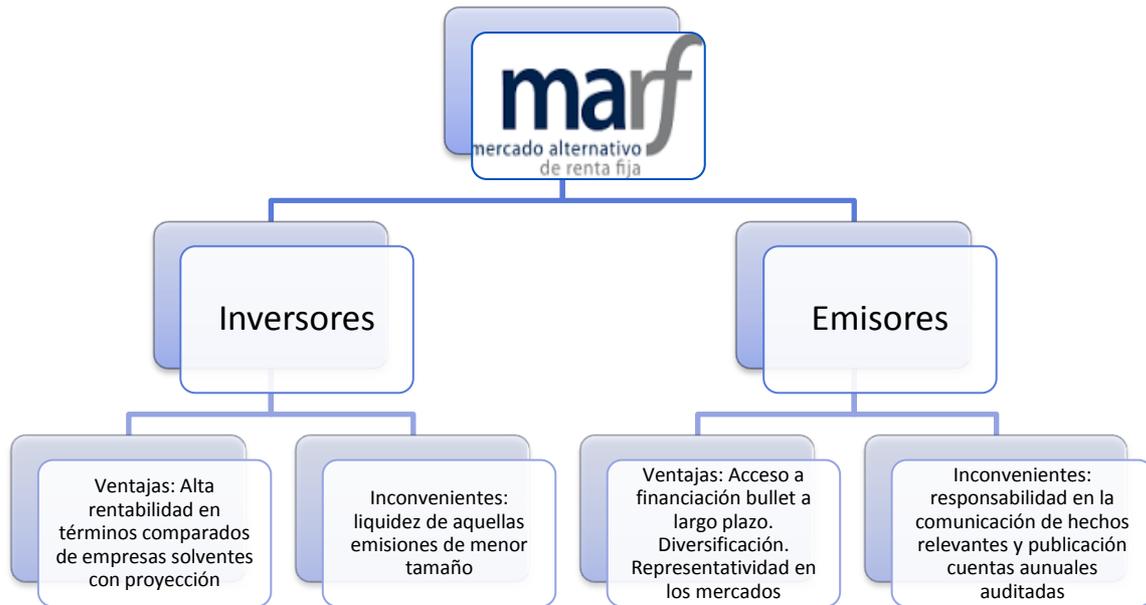
Para el inversor:

De este modo, para un inversor comprar renta fija en el MARF le otorga la posibilidad de adquirir bonos de empresas con una solvencia contrastada, con presencia local y proyección internacional con una rentabilidad superior a la que podría obtener con empresas de mayor tamaño que emitan en mercados

internacionales.

El perfil de los inversores en el MARF es muy amplio aunque en su mayoría son empresas cualificadas, con un perfil inversor de medio y largo plazo, como suele ocurrir con todas las emisiones de renta fija independientemente del mercado.

→ Resumen principales características de la participación en el MARF



2.4. Funcionamiento del mercado MARF.

La renta fija que se puede emitir en el MARF podría englobarse dentro de tres instrumentos: pagarés, bonos y obligaciones (actualmente en el MARF ya hay emitidos pagarés y bonos). Cabe destacar que cualquier empresa está capacitada para emitir títulos en el MARF, pero dados los costes fijos mínimos de la emisión deberá de analizarse el importe a partir del cual se pueden amortizar. Pero no hay ningún mínimo legal de emisión. Por tanto, la compañía deberá realizar un estudio en profundidad de si es su fuente de financiación adecuada.

El tipo de empresa que podría estar interesada en emitir es muy amplio. Un tipo son las empresas con vocación internacional, bien gestionadas y bien posicionadas en su sector. Obligatoriamente la empresa únicamente esta requerida a:

- ✓ Ser sociedad anónima
- ✓ Tener las cuentas auditadas de al menos los dos últimos ejercicios
- ✓ Que los informes de auditoría no tengan salvedades

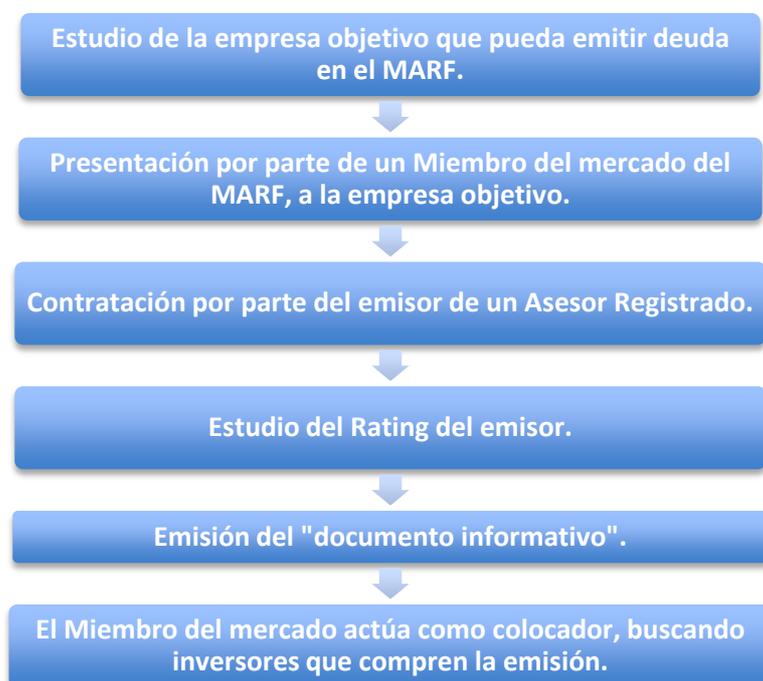
Una vez acotado el tipo de empresa idónea para emitir en el MARF, existen dos opciones para dar el primer paso. Que la propia empresa sea la que manifieste interés por buscar nuevas vías de financiación contactando con su banco o asesor registrado, o bien que sea el propio miembro del mercado el que se encargue de exponer esta posibilidad a la compañía. Posteriormente, una vez despertado el interés de la empresa en llevar a cabo una emisión de renta fija, deberá contratar a un **Asesor Registrado** que le guíe a lo largo de toda la operación.

Paralelamente a esto, la empresa deberá solicitar un estudio de **rating** o informe de evaluación crediticia a una Agencia de calificación certificada por ESMA, Con el rating obtenido y con el **Asesor Registrado** ayudando a la empresa en todo lo necesario, será necesaria la emisión de un "**documento informativo**", documento que sustituye al folleto, pero más simplificado y con un formato estándar y aprobado por la CNMV.

Por último, aparece la figura del **colocador**, que también recaerá sobre uno o varios miembros del mercado, y que será el responsable de buscar inversores en el momento de la emisión.

Los valores que se emitirán serán títulos dirigidos a **inversores cualificados**, con un nominal unitario mínimo de 100.000 euros.

→ Resumen del proceso de emisión



2.5. Guía de acceso rápido al MARF

A lo largo de los últimos epígrafes enmarcados en este bloque se ha tratado de mejorar el entendimiento sobre qué es y cómo funciona el MARF y cuáles son sus principales ventajas e inconvenientes.

En la labor de investigación previa a la redacción de este trabajo una de las principales mejoras identificadas y objetivo del proyecto ha sido **la necesidad de facilitar el acercamiento a los agentes interesados**. A pesar del continuo y gran esfuerzo de BME y de todos los miembros del mercado por dar a conocer el MARF, es importante el que todas las empresas españolas tomen conciencia de las alternativas de financiación y en concreto de este mercado alternativo de renta fija.

Con este objetivo en mente y como paso previo a facilitar un primer entendimiento del MARF se ha diseñado la **“Guía de acceso rápido al MARF”**, un tríptico con información básica que responde a la siguiente cuestión **“¿Qué es el MARF y por qué puede interesarle a su empresa?”**.

El objetivo de este documento es presentar de una manera rápida y gráfica la información básica sobre el MARF, incidiendo en la sencillez del proceso de emisión y en las ventajas para la empresa.

A pesar de su sencillez, o precisamente por ella, la “guía de acceso rápido al MARF” es un elemento de utilidad a la hora de hacer un recorrido rápido por el MARF que permita reforzar el interés en el mercado.

→ Guía de acceso rápido al MARF. Reverso



mercado alternativo de renta fija
Mercado alternativo de renta fija

Objetivo:

Marf es un mercado creado en 2013 con el objetivo de dar solución a las necesidades de financiación de la empresa española y facilitar su acceso a los mercados de capitales.

¿A quién va destinado?

El Marf está diseñado especialmente pensado en la mediana empresa española (PYME), aunque también se presenta como alternativa para grandes compañías que busquen un mercado rápido y flexible

Requisitos formales:

1. Ser sociedad anónima ✓
2. Cuentas auditadas últimos dos años ✓
3. Informe auditoría sin salvedades ✓



Contacto:

www.ieb.es

Guía de acceso rápido al Marf

¿Qué es el Marf y por qué puede interesarle a su compañía?



→ Guía de acceso rápido al MARF. Anverso.



Ventajas del MARF frente a otros mercados

1 DIVERSIFICACIÓN:

El MARF permite incrementar la diversificación en las fuentes de financiación de la empresa facilitando su acceso a los mercados de capitales.

2 ENTORNO ÁGIL:

Se simplifica el proceso de incorporación de valores, que es más ágil y rápido con menos requisitos de información para la empresa

3 ECONÓMICO:

BME ha establecido tarifas reducidas para las emisiones en MARF manteniendo el acceso a todos sus servicios.

4 VISIBILIDAD:

Visibilidad y notoriedad para la empresa. El MARF ofrece la oportunidad a la PYME de acceder a los mercados de capitales a través de un mercado nuevo con mucha proyección internacional.

Participantes en MARF

AGENCIA DE CALIFICACIÓN	ASESORES REGISTRADOS
<ul style="list-style-type: none"> •Homologada por ESMA •Emite el informe de calificación crediticia •Pueden obtenerse uno o varios informes de calificación de distintas agencias 	<ul style="list-style-type: none"> •Especialistas en mercados de capitales •Dar soporte a las empresas interesadas en emitir en el mercado •Coordinan la documentación
MIEMBROS DEL MERCADO	MEDIADORAS
<ul style="list-style-type: none"> •Entidades de crédito y ESIs •Participan en la colocación de los valores •Custodian y liquidan los valores 	<ul style="list-style-type: none"> •Mediar en el mercado en nombre de los Miembros del mercado •Suministrador de la plataforma tecnológica

Céntrese en lo que mejor sabe hacer

La principal ventaja que ofrece la financiación a través de mercados de capitales para la PYME es el plazo.

Una emisión "típica" de bonos suele definirse a un plazo de entre cinco y siete años *bullet*, lo que significa que no se amortiza hasta la fecha de su vencimiento.

Esto permite a la empresa:

1. Concentrar todos sus esfuerzos y tiempo en la gestión y desarrollo su estrategia empresarial
2. Liberar recursos destinados a la renegociación de la deuda, normalmente con carácter anual.
3. Eliminar el riesgo de renovación de los créditos, garantizando la necesaria financiación a plazo.
4. Mejorar la diversificación en sus fuentes de financiación.
5. Incrementar la flexibilidad en la gestión del negocio.

¿A quién irá dirigida su emisión?

- ✓ A inversores cualificados: el nominal mínimo unitario de cada valor es de 100.000 euros.
- ✓ Inversores tanto nacionales como extranjeros.
- ✓ Inversores que pretenden diversificar sus carteras y con un perfil buy-and-hold (comprar y mantener)

2.6. Costes del proceso de emisión

1. El MARF frente a otros mercados

En este apartado se pretende comparar las tarifas del MARF para la incorporación de valores, reguladas en la Circular 9/2013 de 18 de diciembre, con la de otros mercados representativos europeos: el Extramot italiano y el Bondm alemán.

Es importante destacar que los diferentes mercados tienen diferentes tickets y formatos de incorporación por lo que las tarifas no son completamente comparables, si bien permite aproximar el coste emisión en los diferentes mercados:

TARIFA	MARF	XTRAMOT	MIDCAP BOND MARKET
Estudio de la documentación	Pagarés: 0,025‰ sobre saldo vivo máximo [mínimo €2.000, máximo €20.000] Valores +12meses: 0,025‰ sobre nominal [mínimo €3.000, máximo €20.000]	n/a	€200
Incorporación de valores	Pagarés: 0,005‰ sobre nominal [mínimo €1.000, máximo €20.000] Valores +12meses: 0,025 ‰ sobre nominal [mínimo €2.000, máximo €20.000]	Fee de 0.015% sobre nominal multiplicado por el vencimiento en años. Máx: €25.000 Mín: €5.000	• €25,000 para inscripción de hasta 5000 activos
Mantenimiento de valores hasta su amortización final	Pagarés: excluidos Valores +12meses: 0,005‰ sobre nominal [mínimo €2.000, máximo €27.500]	n/a	n/a

De este modo, para una emisión tipo de 50 millones de euros con un nominal 100.000 euros por título a cinco años los costes de inscripción en cada uno de los mercados ascenderían a:



2. Intervalos de costes en el proceso de emisión

Dentro de todo el proceso de emisión únicamente se encuentran regladas mediante Circular las tarifas de incorporación, mantenimiento, negociación y exclusión de valores en el MARF.

Estas tarifas se simplifican y abaratan en MARF respecto a las de AIAF Renta fija, confiriendo al MARF un carácter más económico acorde a las necesidades que pretende cubrir y a niveles competitivos con sus homólogos europeos.

El resto de comisiones y gastos del proceso dependerán de las entidades que acompañen a la empresa durante la colocación de la emisión, de la relación existente entre ambas y de las condiciones concretas de mercado y de la emisión.

No obstante, en términos medios se pueden identificar unos intervalos indicativos de los gastos del proceso. Estos costes iniciales se detraen normalmente del nominal de los bonos para hacer frente a su pago.

→ Aproximación de costes en el proceso de emisión

MARF	Estudio de la documentación, incorporación y mantenimiento de valores.
Asesoramiento legal y rating o calificación crediticia	La flexibilidad del MARF permite que la calificación crediticia pueda ser otorgada por cualquier entidad registrada en ESMA (European Securities and Markets Authority). En España la única entidad reconocida por ESMA es axesor rating (http://www.axesor-rating.es) En conjunto los costes legales más la calificación crediticia variará dependiendo de la estructura de la operación y de la complejidad de la empresa a analizar.
Designación del Asesor Registrado	El Asesor registrado acompaña a la empresa en el cumplimiento de los requerimientos de acceso al MARF, preparación y entrega de documentación.
Colocación de la emisión por los Miembros del mercado	La emisión será colocada en el mercado primario entre inversores (bookbuilding) por una o varias entidades financieras, también conocidas como entidades colocadoras o bookrunners. Las entidades colocadoras deben ser miembro de mercado y podrá coincidir o no con la figura del asesor registrado. El coste de la colocación dependerá de varios factores, entre ellos de si la entidad asume el riesgo de aseguramiento y/o de sindicación.
TOTAL COSTES APROXIMADOS EMISIÓN: 3%-5% sobre el nominal *	

* Los costes totales de cada emisión dependerán de muchos factores, siendo uno de los más importantes el volumen de la emisión y del coste final de la colocación, uno de los más importantes.

3. Fiscalidad de la emisión:

La fiscalidad de las emisiones de renta fija en el MARF está regulada por la modificación del artículo 59.q) del Real Decreto 1777/2004 introducida por el Real Decreto 633/2013, que destaca que no hay obligación de retener sobre las rentas obtenidas por sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades procedentes de activos financieros si cumplen con las siguientes condiciones:

- Que estén representados a través de anotaciones en cuenta.
- Que se negocien en un mercado secundario de valores españoles o en el MARF.

→ Régimen fiscal aplicable a los inversores en MARF para una emisión de bonos (activo financiero con rendimiento explícito)

Inversor	MARF	
	Tributación	Retención
IRPF	21%-27%	Transmisión: NO (reglas especiales para el cupón corrido) Cupón: 21%
IS e IRNR con Establecimiento Permanente (EP)	30%	NO
IRNR sin EP	NO	NO

Fuente: Fiscalidad de los inversores en renta fija. Bolsa segundo trimestre 2014

Bloque 3: Aplicación real a empresas.

3.1. Caracterización de empresas

Contenido

1. Caracterización contextual
2. Caracterización coyuntural
3. Caracterización formal

1. Caracterización contextual

Contexto internacional:

A la vista de la profunda reforma de Basilea III que exigirá a las entidades bancarias mayores requerimientos de capital y de mejor calidad mediante una definición más restrictiva del concepto de *core capital* cabe esperar un impacto económico en las entidades del sector financiero que se verá traducido en un menor crédito disponible.

Al verse reducida la financiación la tendencia general será favorecer las emisiones de valores con respecto al crédito bancario, debido al impacto que este último tiene en el balance de las entidades financieras.

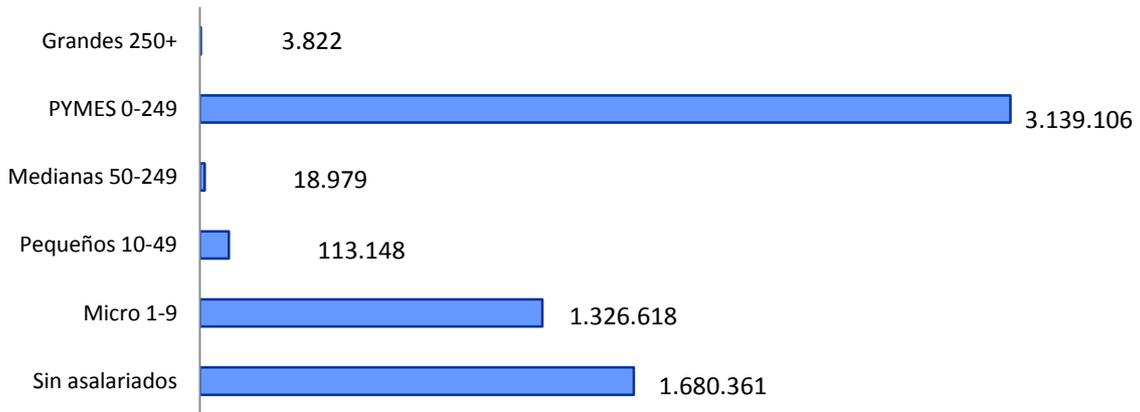
Es decir la concentración bancaria y su renovación han devenido en cambios de naturaleza estructural en lo que concierne al acceso a la financiación; estos cambios no son de naturaleza coyuntural sino permanente.

Contexto nacional:

El tejido empresarial español se caracteriza por una elevada fragmentación; está constituido por unas tres millones de empresas de entre las que el 99,88% son "PYMES", siendo este último concepto definido por el número de asalariados que debe ser inferior a 250.

A continuación se muestra un gráfico del número de empresas por tamaño; el 96% de las PYMES españolas tiene menos de 9 asalariados.

→ Empresas en España por número de asalariados



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Hemos de considerar que la definición de PYME acaba de ser ampliada en la Circular 4/2013 para adaptarla al marco europeo y que, tal como se comentaba en el primer párrafo de este apartado, la PYME pasa a ser definida como empresa con entre 0 y 249 asalariados cuyo importe neto de cifra de negocios no exceda los 50 millones de euros.

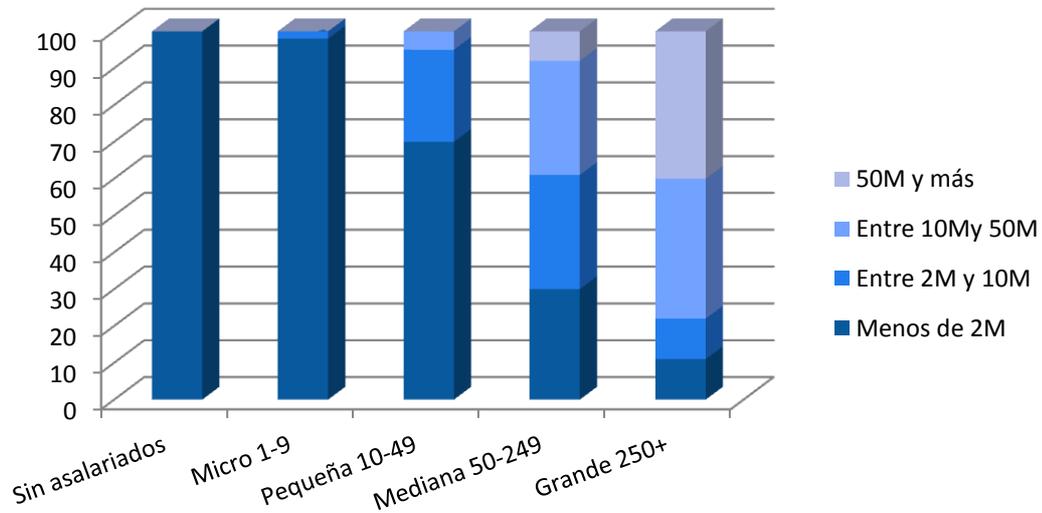
Anteriormente una PYME era considerada una empresa con menos de 50 asalariados. Esto tiene importancia desde el punto de vista de los requerimientos de capital, cuestión tratada superficialmente en el apartado I, ya que la nueva Ley de Apoyo a Emprendedores reduce en un 25% los requerimientos de capital para aquellos créditos concedidos a PYMES.

Observando el gráfico de las empresas en España por número de asalariados y teniendo en cuenta la ampliación del concepto de PYME nos damos cuenta de que ambas medidas, la ley de emprendedores y la Circular 4/2013, introducen en la definición de PYME a 18.979 empresas españolas que tendrían entre 50 y 249 asalariados.

¿Es correcta esta última consideración? No. Porque faltaría tener en cuenta el segundo requisito de la definición de PYME: el importe neto de la cifra de negocios que no puede ser superior a 50 millones de euros. Así según el informe anual del Ministerio de Industria solamente el 0,1% de las empresas españolas alcanzarían esta cifra de negocio.

En el siguiente gráfico se analiza a qué segmento, por número de asalariados, pertenecen estas empresas con gran volumen en su cifra de negocios:

→ Facturación por empresas según número de asalariados



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Se observa que el 8% de la mediana empresa -unas 1.500 empresas- factura más de 50 millones de euros por lo que quedaría fuera de las ventajas de la nueva Ley de Apoyo Emprendedores.

Ahora bien ¿cuál es la variable fundamental para poder llevar a cabo una emisión en MARF? Sin lugar a duda el importe neto de la cifra de negocios que debería de ser superior a los 50 millones de euros, aunque no hay motivo por el que empresas de menor facturación puedan emitir bonos en este mercado. Esto situaría en principio a unas 3.000 empresas españolas como aquellas en estado óptimo para emitir en MARF.

Concluimos este apartado realizando una reflexión: Si tal cómo se ha analizado el contexto regulador de Basilea ha incrementado los requerimientos de capital penalizando el crédito a la vez que se ha reformulado la definición de PYME para favorecer el crédito a la misma, el escenario para aquellas empresas que quedan fuera de la Ley de Apoyo a Emprendedores apremia a las mismas hacia un cambio de mentalidad en lo respectivo a formas de financiación alternativas, ya que la financiación bancaria favorecerá conceder crédito a aquellas empresas que penalicen menos su balance; en el caso de de las PYMES un 25% menos.

2. Caracterización coyuntural

Existe un buen número de variables identificables por las que una empresa podría decidir realizar una emisión en MARF:

i. Ventajas de Emisión de valores frente a la deuda bancaria tradicional:

I. La emisión de valores en el mercado alternativo es una forma de diversificación del crédito haciendo menos dependiente al sector industrial del sector financiero.

II. Ante determinados escenarios, tales como un proceso de internacionalización, grandes inversiones, crecimiento inorgánico, la emisión de bonos soluciona el problema de la financiación a largo plazo permitiendo a la empresa concentrar todos sus elementos productivos en la consecución de su modelo de negocio. *Business thinking Vs Financial thinking*

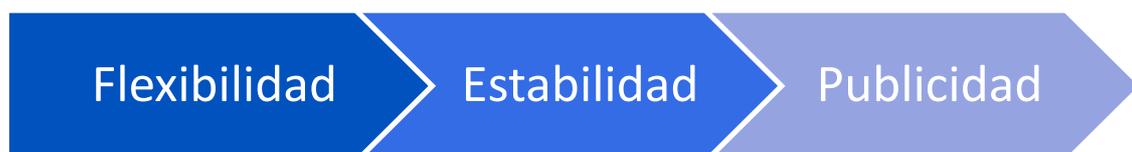
III. Tradicionalmente la financiación por medio de emisión de renta fija, generalmente ha requerido de menos garantías reales que la deuda bancaria.

Los contratos de financiación habitualmente suelen imponer una serie de obligaciones que deben ser cumplidas por el prestatario. Estas obligaciones, conocidas como covenants financieros, se expresan en forma de ratios. A continuación enumeramos los más habituales:

- Deuda Financiera Neta/EBITDA
- EBITDA/Gastos Financieros
- Deuda Financiera Neta/Fondos Propios
- Cashflow Libre/Servicio de la Deuda

La obtención de una línea de crédito se produce en un entorno privado; la propia naturaleza de una emisión de activos exige una divulgación en el mercado institucional que conlleva una publicidad de la empresa. Esta publicidad tiene un efecto muy importante en el los medios por ser un mercado de reciente creación al que se presta mayor atención.

→ Resumen de ventajas emisión de valores frente a financiación bancaria tradicional



ii. Ventajas de Emisión de deuda frente a la Emisión de Acciones:

I. Los pagos por intereses son fiscalmente deducibles, los pagos por dividendos no.

II. La emisión de bonos no entraña la pérdida de control mientras que la emisión de acciones concede al accionista un determinado nivel de control sobre la empresa.

III. El coste de la emisión de bonos es fija y totalmente predecible una vez emitido. En renta variable, una ampliación de capital puede depender de variaciones en los mercados en función de la valoración de la compañía, sometida a mayor volatilidad.

Por ejemplo: Imaginemos una empresa que basa su estrategia de financiación en *equity*. Por ello planea una ampliación de capital con un precio de emisión por acción de 100 unidades monetarias. Solamente podrá realizar la emisión a este precio si el valor de cotización de sus acciones en el mercado es superior o igual al precio al que tiene planeado realizar la ampliación de capital.

→ Resumen de ventajas emisión de valores frente a la ampliación de capital



3. Caracterización formal

El Mercado Alternativo de Renta Fija ha sido configurado para que el mayor número de empresas pueda emitir en el mismo. Siendo los requisitos de acceso más flexibles que para los mercados oficiales; se simplifican procedimientos, tiempos de emisión y los costes son menores.

i. Requisitos mínimos

No obstante de todo lo anterior existen tres requisitos mínimos para poder acceder al Mercado:

1. La empresa debe tener la forma jurídica de Sociedad Anónima. Puede haber sido constituida originalmente como Sociedad Limitada pero debe convertirse en Sociedad Anónima para poder acceder al MARF. Es posible que en un futuro las Sociedades Limitadas tengan acceso al MARF.

Debe tener las cuentas auditadas de los últimos dos ejercicios fiscales. Aunque no es un requisito totalmente excluyente puesto que el mercado por ejemplo permite emitir titulizaciones a través de SPV, creadas para este propósito, por lo que ese vehículo no tendría cuentas auditadas.

2. Ninguno de los dos últimos informes de auditoría (en caso de tenerlos) debe contener salvedades.

ii. Requisitos deseables

Hasta ahora se han tratado aquellos requisitos que la empresa debe cumplir obligatoriamente. Es decir requisitos que el MARF ha considerado como necesarios para poder realizar una emisión de bonos. Si

revisamos estos requisitos entendemos que su finalidad es asegurar la veracidad de los datos que la empresa ofrece al mercado.

En ese segundo bloque se analizará qué datos resultan más atractivos al inversor una vez que la empresa ha cumplido con aquellos requisitos de transparencia.

Lógicamente estos requisitos, que hemos considerado deseables, solamente reflejan la idoneidad de una empresa para “colocar papel” en el mercado y en ningún modo pueden tener un carácter obligatorio.

En este sentido, si bien existe una gran diversidad de empresas e inversores, podemos enumerar una serie de parámetros característicos:

1. EBITDA mínimo.

Aunque a priori no existe ninguna norma que evidencie una facturación mínima para poder emitir, este mínimo debe ser lo suficientemente relevante como para compensar los gastos de emisión por lo que la recomendación sería una emisión mínima de unos 10 millones de euros.

2. Ratio de Deuda financiera EBITDA inferior a 4.

Aunque no es excluyente, es uno de los ratios fundamentales; indica que la compañía está poco apalancada y puede asumir más deuda –aunque también puede emitir para repagar deuda-. Este ratio podría ser más alto en la medida que la estabilidad de cash flows sea buena. De hecho hay muchas emisiones en otros mercados con ratios superiores a 4.

3. Diversificación de Clientes o Presencia internacional.

Asegura la estabilidad de los ingresos al diversificar riesgos permitiendo aumentar la independencia de los ciclos económicos del mercado local aumentando la capacidad productiva y diversificando riesgos comerciales.

3.2. Identificación y reunión con posibles empresas candidatas

1. Identificación de empresas candidatas

Partiendo de los datos cualitativos y cuantitativos que han de cumplir de forma genérica, las compañías candidatas al MARF, se ha procedido a realizar una selección de aquellas que por sus características y principales indicadores, son claras candidatas para emitir en este mercado.

La selección no es cerrada, en el sentido de que con total seguridad existen muchas otras compañías con características y fundamentales adecuados para emitir en el MARF.

A la hora de realizar la identificación previa al contacto con empresas dos han sido los aspectos estudiados:

En primer lugar, las características financieras de la empresa:

Dentro del análisis financiero, se han analizado los principales ratios financieros de la empresa en base a sus cuentas anuales. Si bien en un análisis más exhaustivo se podrían considerar más indicadores el objetivo de este análisis es determinar si la compañía es:

- ✓ **Capaz por sí misma de generar recursos en el futuro** (en forma de beneficios, flujos de caja) que le permitan continuar desarrollando su actividad, diversificar y potenciar sus líneas de negocio, expandirse internacionalmente, mantener y ampliar sus inversiones en activo fijo y circulante, soportar el coste de su deuda, cumplir con sus obligaciones fiscales, retribuir a sus accionistas, etc.
- ✓ **Capaz de captar recursos a través de distintas vías** (mercados de renta fija, mercados de renta variable, financiación tradicional bancaria).
- ✓ **Emitir un volumen de financiación adecuado a sus necesidades** (que cubra los posibles costes de la emisión).
- ✓ **Acceder a esa financiación a un coste adecuado y razonable.**

En segundo lugar, los fundamentales de la empresa:

Dentro del análisis cualitativo, se han analizado distintos aspectos que pueden ser considerados por los inversores a la hora de rentabilizar sus recursos. Además, en muchas ocasiones, los aspectos cualitativos y la estrategia a largo plazo de una compañía determinan la evolución a futuro de sus cifras económicas y financieras, y atraen a capitales tanto nacionales como extranjeros

Entre las variables analizadas destacan sector y posición competitiva de la empresa, la existencia o no de un proyecto de internacionalización sólido, una estrategia de crecimiento definida y el grado de diferenciación del negocio.

2. Reunión con las empresas

Los objetivos perseguidos en las reuniones mantenidas con empresas se podrían resumir en:

1. Dar a conocer el Mercado Alternativo de Renta Fija a las empresas con el apoyo de la Guía de Acceso Rápido al MARF.
2. Explicar a las empresas el análisis realizado sobre sus fundamentales y la oportunidad que podría presentar el MARF en la financiación de su negocio.
3. Conocer la opinión de las empresas sobre el mercado e identificar posibles áreas de mejora.

A continuación se presenta una síntesis de las reuniones mantenidas con empresas reflejando las principales magnitudes y características de las empresas visitadas, ventajas del MARF de acuerdo a la situación específica de cada empresa y conclusiones extraídas. No obstante, por motivos de confidencialidad se han omitido tanto el nombre de las empresas como datos específicos que permitieran su identificación.

EMPRESA A

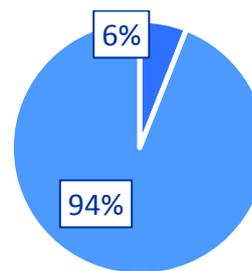
Sector: Industria/Ingeniería

Rango EBITDA: [10-15] Millones de euros

Ratio DFN/EBITDA: <0.5x

Deuda/Pasivo: 10-15%

Presencia internacional: sí



- Deuda financiera no corriente
- Deuda financiera corriente

Identificación de oportunidad:

Empresa financieramente muy sólida con un ratio deuda financiera neta sobre EBITDA negativo lo que de cara a los mercados la sitúa en una situación relativamente cómoda.

La empresa se encuentra apalancada prácticamente en su totalidad en el corto plazo, financiándose con una línea de crédito revolving anual.

El MARF permitiría a esta empresa diversificar sus fuentes de financiación y disminuir el riesgo de renovación de la línea de crédito. Además se podría beneficiar de la curva de tipos optimizando el coste de su financiación.

Conclusiones de la reunión:

Fuerte interés por parte de la empresa al observar los beneficios potenciales del MARF para cambiar estructura de vencimientos y abaratar coste financiero. No obstante la empresa es filial de un grupo, por lo que cualquier cambio en su estructura de deuda debe ser aprobado por la matriz.

EMPRESA B

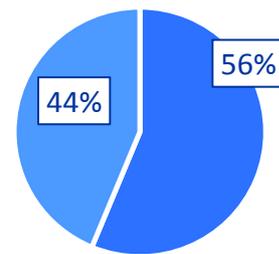
Sector: construcción

Rango EBITDA: [10-15] Millones de euros

Ratio DFN/EBITDA: >4x

Deuda/Pasivo: 30-35%

Presencia internacional: sí



- Deuda financiera no corriente
- Deuda financiera corriente

Identificación de oportunidad:

Empresa en pleno proyecto de internacionalización. Gran parte de sus flujos de caja provienen del extranjero y, como todas las empresas que realizan proyectos en el extranjero, se enfrentan a un problema de tipo de cambio y tasas a la hora de repatriar capitales, lo cual genera un retraso en el retorno de esos flujos de caja.

La empresa se financia en su totalidad con financiación bancaria. El acceso a una financiación de tipo bullet que le permitiera refinanciar parte de su deuda le permitiría encajar el plazo de la financiación con la duración de los proyectos y hacer un único movimiento de capital.

Conclusiones de la reunión:

La empresa ya estaba interesada en MARF y se encuentra muy interesada en las posibilidades de una financiación bullet. Consideran que una estructura de deuda bullet a plazo de 5-7 años resulta muy atractiva y daría mucho margen de maniobra para gestionar el negocio sin la presión de renegociar sindicados bancarios.

EMPRESA C

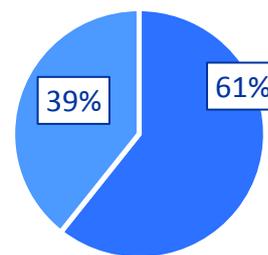
Sector: Alimentación

Rango EBITDA: [15-20] Millones de euros

Ratio DFN/EBITDA: <3x

Deuda/Pasivo: 30-35%

Presencia internacional: sí



- Deuda financiera no corriente
- Deuda financiera corriente

Identificación de oportunidad:

Empresa financieramente muy sólida con gran generación de flujos de caja aunque con márgenes ajustados. La compañía se encuentra en pleno proceso de expansión internacional y con margen para asumir nueva deuda. Perfil de vencimiento de deuda equilibrado. Las fuentes de financiación provienen de préstamos bancarios y financiación autonómica.

Una emisión de renta fija en esta etapa de crecimiento de negocio y expansión geográfica con los ratios financieros actuales permitiría a la empresa acceder con éxito al MARF y conseguir financiación a plazo para financiar el crecimiento.

La financiación a plazo permitiría asimismo a la empresa concentrar sus esfuerzos en llevar a cabo su estrategia de crecimiento sin depender de procesos de refinanciación bancaria.

Conclusiones de la reunión:

El departamento financiero de la empresa prefiere continuar confiando en su financiación tradicional y en el crecimiento vía aportación de fondos propios. No consideran en el corto plazo la posibilidad de acceder a los mercados de capitales pero no lo descartan en el medio plazo.

3.3. El Indicador de Posicionamiento Marf

1. Introducción

A lo largo de este proyecto se ha identificado la necesidad de crear una herramienta que permita a las empresas acercarse de forma personalizada al mercado y entender cómo ésta encaja en los mercados de capitales y qué beneficios potenciales podría reportar una emisión de renta fija.

Una de las conclusiones principales extraídas en el contacto con empresas es que en numerosas ocasiones las empresas descartan la alternativa MARF por que creen que esta destinada a compañías más grandes o que no tienen el volumen suficiente para planteárselo. Por tanto, no se produce siempre un encuentro entre el mercado y su target.

Con esta idea en mente es con la que nace el **Indicador de Posicionamiento Marf (IPM®)**, un proyecto todavía en fase de desarrollo que pretende ayudar a la empresa a reflexionar y resolver de forma autónoma e independiente las siguientes cuestiones:

1. Posicionamiento: ¿Tengo los fundamentales para emitir?
2. Requerimientos: ¿Puedo emitir?
3. Oportunidad: ¿me interesa emitir?

2. ¿Qué es el IPM®?

El **Indicador de Posicionamiento Marf (IPM®)**, es una herramienta especialmente diseñada para la **evaluación de empresas que se plantean la posibilidad de financiarse a través del Mercado Alternativo de Renta Fija**

Uno de los mayores retos a los que se enfrenta la empresa española para el acceso a mecanismos alternativos de financiación es la propia comprensión de cómo funcionan estos mercados, sus ventajas y la posibilidad real de acceso para la empresa.

El MARF abre una ventana de oportunidad en los mercados de capitales para las empresas españolas, en un momento de gran aceptación de la deuda corporativa por parte de inversores cualificados tanto nacionales como extranjeros.

Diseñado especialmente pensando en todas empresa española puesto que es un mercado muy flexible en el que se han simplificado y acelerado al máximo los procesos de incorporación de valores.

No obstante, **para que el MARF pueda funcionar y contar con una amplia participación se hace fundamental que la propia dirección financiera de la empresa española sea capaz de realizar una autoevaluación de su negocio e identificar sus necesidades y posibilidades de emisión de valores.**

Con el objetivo de hacer frente a esta necesidad ha sido creado el Indicador de Posicionamiento MARF o IPM. El IPM se basa en una tecnología que permite obtener de manera inicial el posicionamiento de una empresa que pretende acceder por primera vez al MARF.

El IPM ha sido diseñado para que sea la propia empresa la que realice un análisis previo de su negocio, que le permita tener una información inicial que la ayude a tomar la decisión en el proceso de emisión de deuda y dar el paso de contactar con los asesores registrados y miembros del mercado MARF que le orientarían durante todo el proceso.

La herramienta podría ser de descarga gratuita desde una página web y supondría un elemento diferencial con respecto a otros mercados alternativos de renta fija extranjeros.

→ [Imagen del IPM® en relación con la imagen corporativa de MARF.](#)



BLOQUE 4: CONCLUSIONES Y MEJORAS

Este proyecto se ha centrado en profundizar en el MARF, abordando el estudio amplio de sus diferentes aspectos con todos los agentes implicados con el fin de obtener una visión global de qué es el MARF y cuáles son sus principales ventajas e inconvenientes.

Con este propósito se han mantenido reuniones con algunos los participantes y partes interesadas del mercado: agencia de calificación, asesores registrados, miembros del mercado, entidades financieras y, por supuesto, con las propias empresas.

Estas reuniones nos han ayudado a concluir que el MARF es un mercado completo, en el sentido de que en su diseño se han tenido en cuenta la mayoría de aspectos característicos de otros mercados de renta fija alternativos (o *mini bond markets*) europeos más maduros. Asimismo, se han corregido los aspectos más importantes que podían frenar la emisión a través del mercado nacional como son:

- La sencillez en el proceso de incorporación de valores.
- La flexibilidad del mercado en cuanto al diseño de operaciones al tratarse de un Sistema Multilateral de Negociación.
- Y, principalmente, la agilidad en el proceso de emisión: aunque el mercado está supervisado por la CNMV, está autorregulado y la aprobación de la incorporación de valores depende del Consejo de Administración del propio MARF.

Por lo tanto, desde el punto de vista técnico parece ser que el MARF cuenta con todos los elementos necesarios fundamentales que garanticen su viabilidad.

Entonces, ¿qué podría estar frenando su arranque?

El mayor reto que parece afrontar el MARF es su propia juventud. Creado en octubre de 2013 el MARF es un mercado muy joven que sigue generando dudas, especialmente por parte de las propias de empresas.

Hasta la fecha, entre pagarés de empresas, bonos y obligaciones el volumen total en circulación es ya superior a 400 millones de euros, con valores admitidos de los siguientes emisores: COPASA, AUDAX, TECNOCOM, EYSA, ORTIZ, ELECNOR y TUBACEX. Asimismo, se estima que siga incrementándose de forma exponencial el número de participantes.

Esta profundidad estrecha respecto a la de otros mercados equivalentes posiciona al MARF en una situación de debilidad respecto a otros mercados a los que la empresa española también podría acceder.

En este sentido, a pesar del éxito de demanda inversora, tanto nacional como extranjera, observada en las emisiones lanzadas al MARF y los resultados positivos en términos de plazo y rentabilidad, parece ser que el MARF puede generar alguna dudas a las empresas que se podrían decidir por apostar por él.

A esto se suma el reto de la definición de la empresa *target*. El MARF tiene como objeto instrumentalizar la emisión de renta fija orientada a la todo tipo de empresas con un volumen mínimo. Pero en general, el número de compañías que podrían emitir es mucho mayor que el que inicialmente podría pensarse al hablar de emisiones de renta fija.

Asimismo, las facilidades en la financiación bancaria que el mercado español ha experimentado en el último decenio no han permitido desarrollar cierta cultura de diversificación financiera en la empresa española, concentrándose prácticamente la totalidad del endeudamiento financiero de las empresas en deuda bancaria.

Por lo tanto, para la empresa española existe OPORTUNIDAD de participar en los mercados de capitales y así dotar de mayor flexibilidad y diversificación a su estructura de pasivos como en los países que nos rodean. No olvidemos que la financiación no bancaria en USA es superior al 80% y en UK superior al 65%, respecto a un 20% de nuestro país. Pero es necesario seguir apostando por dar mayor CONOCIMIENTO e INTERÉS por estas fuentes alternativas de financiación.

A continuación se señalan una serie de mejoras que podrían contribuir a mejorar el acceso al MARF:

1. Mejora de la Información y publicidad:

Consideramos que la mejora más acuciante y de mayor recorrido en el MARF sería la implementación de un sistema de publicidad y soporte informativo que facilite la comprensión y el acercamiento del MARF a la empresa.

Se necesita explicar a las empresas no financieras que las reglas financieras han cambiado y que existen instrumentos diseñados a la medida de las necesidades de financiación del mercado español.

A pesar del esfuerzo de divulgación y contacto con empresas realizado por todos los participantes en el MARF, consideramos que este menaje debería desarrollarse en un plano institucional y ser respaldada por el estado y organismos públicos directamente relacionados con el sector.

Elementos como la **guía de acceso rápido al MARF** o el **Indicador de Posicionamiento Marf (IPM®)** podrían ayudar en este sentido al permitir:

- Por un lado entender de una manera gráfica y visual cómo funciona el MARF y cuáles son sus principales ventajas y partes implicadas.
- Por otro lado, ayudar a la empresa a realizar un análisis profundo de su posicionamiento de salida para participar en los mercados de capitales (entender sus propias magnitudes y estrategia de negocio) y reflexionar sobre la conveniencia y/o necesidad de diversificar en sus fuentes de financiación.

2. Dotar de mayores ventajas fiscales al MARF:

A pesar de que todas las emisiones habidas hasta ahora han sido un éxito de colocación, sería interesante animar a los inversores y despertar una nueva demanda con incentivos fiscales a la inversión

en este mercado y así animar a una base emisora mayor que acelere el atractivo de este importante mercado.

Italia y Francia mercados líderes en deuda HY tienen ventajas fiscales a la inversión, para el caso del ExtraMot en Italia los intereses de la deuda que se emiten en el mercado son deducibles en el impuesto de sociedades.

3. Dar a conocer las ventajas del MARF frente a otros mercados:

Aunque aún es un mercado joven y aún tiene mucho que crecer, uno de los puntos donde se debe incidir es el de las ventajas que presenta frente a otros mercados internacionales. Es importante que todos los emisores de deuda se planten este mercado antes de salir a emitir a otros países. El MARF permite emitir en Ley Inglesa, con documentos en inglés y todos los requerimientos de los inversores extranjeros, dotando a las emisiones de la misma flexibilidad que las emisiones de países como Luxemburgo, Irlanda o Inglaterra. Así podrían reemplazar mercados internacionales con mayores costes por un mercado como este con fees mucho más ajustados.

4. Ampliar el Inversor Objetivo:

Una vez que el mercado alcance cierto grado de madurez sería conveniente plantearse la ampliación del inversor objetivo a los minoritarios.

Cabe destacar que quien mayor conoce a la PYME española es la demanda interna, y que las empresas podrían contar con un gran apoyo por parte de inversores minoritarios que por cercanía geográfica o empatía con la empresa quisieran invertir en su desarrollo sin entrar en capital. El caso alemán, otro mercado líder en emisión HY permite inversores individuales con un tiquete mínimo de €1000 y suscripciones de servicio sin coste en su Mercado BöerseBondm.

Hacia un mejor acceso y entendimiento del Mercado Alternativo de Renta Fija

Autores:

Pablo Enrique Sandoval Camacho
José Ricardo Fernández de la Torre
Irene Peña Cuenca
David Palacio Estévez
Francisco López Morillas

Tutor del proyecto:

D. Rodrigo García de la Cruz



Proyecto esponsorizado por:

axesor