

# Mercado Alternativo de Renta Fija

---

Análisis del mercado como instrumento de  
financiación de las PYMEs

Autor: Kevin Barbosa Vilares

Director: Jose María Beraza Garmendia

Grado en Administración y Dirección de empresas

Trabajo de fin de grado

Curso Académico: 2016-2017

## ÍNDICE DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN .....	5
2. MERCADOS FINANCIEROS Y PYMES .....	7
2.1 Financiación de las PYME .....	7
2.2 ¿Por qué no se han financiado las PYME mediante los mercados de capital? .....	11
2.3 Los mercados de capital y las PYME .....	12
3. EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA .....	17
3.1 Antecedentes en europa .....	17
3.1.1 Nordic ABM (Noruega) .....	17
3.1.2 Mercado BondM (Alemania) .....	18
3.1.3 Alternext (Paris, Amsterdam, Bruselas y Lisboa).....	19
3.1.4 ExtraMOT PRO (Italia).....	19
3.2 MARF: Organización y funcionamiento .....	20
3.2.1 Órganos del mercado.....	21
3.2.2 Requisitos de acceso al mercado .....	23
3.2.3 Participantes del mercado.....	23
3.2.4 Agencias de calificación.....	27
3.3 MARF: Actividad.....	27
3.3.1 Preanálisis del MARF .....	28
3.3.2 Análisis Bravo Capital .....	32
3.3.3 Comparación interna del mercado.....	35
3.3.4 Comparación con otros mercados públicos a nivel europeo .....	40
3.3.5 Otras alternativas de financiación .....	47
4. CONCLUSIONES.....	50
5. BIBLIOGRAFIA.....	53

## Índice de gráficos

Gráfico 1. Problemas más presentes en las empresas de la zona euro .....	9
Gráfico 2. Uso de instrumentos financieros por países .....	10
Gráfico 3. Volumen de contratación del MAB.....	29
Gráfico 4 . Número de empresas del MAB por año .....	30
Gráfico 5. Volumen negociado en el mercado de deuda corporativa.....	31
Gráfico 6. Empresas emisoras a largo plazo en el MARF por año .....	38
Gráfico 7. Número de emisiones en circulación por sector.....	39
Gráfico 8. Emisiones lanzadas y valor de emisión en el mercado italiano .....	41
Gráfico 9 . Razones de impago en el mercado alemán por número de bonos.....	44
Gráfico 10. Razones de impago en el mercado alemán por volumen de emisión.....	44

## Índice de Tablas

Tabla 1. Cupón medio anual de las emisiones de bonos y obligaciones en el MARF ...	36
Tabla 2. Históricos y tasas de interés en el MARF .....	38
Tabla 3. Número de emisores del NORDIC ABM.....	40
Tabla 4. Número de transacciones realizadas en el NORDIC ABM.....	40
Tabla 5. Número de emisiones y cupón promedio en el BondM alemán.....	42
Tabla 6. Comparación MARF vs Nordic ABM .....	47

## Índice de Figuras

Figura 1. Organigrama BME .....	13
Figura 2 Participantes en el MARF .....	23
Figura 3 Empresas emisoras del MARF.....	26
Figura 4. Calificaciones de emisiones en circulación.....	27
Figura 5. Escala de Rating de Axesor.....	34



## 1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo trataremos de analizar el mercado alternativo de renta fija (en adelante, MARF) para comprender su funcionamiento y objetivo principal. Profundizaremos en este mercado y trataremos de ver su evolución a lo largo del tiempo, observando sus cambios, políticas y número de empresas que cotizan en él.

Pero para entender lo que es el MARF en la actualidad debemos entender sus orígenes. El porqué se ha creado el MARF y en qué circunstancias. Por ello, haremos un repaso de la situación económico-financiera de España durante los últimos años.

Dado que el MARF es un mercado alternativo cuya idea es ser una oportunidad de financiación para las pequeñas y medianas empresas (en adelante, PYMEs) españolas, empezaremos analizando su situación tras la recesión sufrida después de la crisis que dio comienzo a principios del año 2008.

Mostraremos el modo de financiación de este tipo de empresas y observaremos cuales han sido sus métodos para conseguir financiarse a lo largo de los años.

Tras analizar estos puntos llegaremos al objeto principal de estudio de este trabajo, el ya varias veces nombrado MARF.

La idea de realizar este trabajo surge por dos motivos diferentes. Por un lado, de la constatación del los fracaso de muchas empresas españolas en época de recesión y, por otro lado, de las declaraciones de la gerente de una PYME en una entrevista<sup>1</sup> realizada a lo largo del grado de ADE, en la que el problema de la financiación de la empresa fue un tema recurrente, de lo que se deduce que muchos de los problemas de la empresa estaban estrictamente relacionados con este aspecto.

En esa entrevista se señalaba que los problemas de financiación provenían de las condiciones que exigían los bancos a la hora de conceder créditos. En ningún momento se mencionó ninguna otra vía alternativa de financiación. Recuerdo que en ese momento fue algo que me sorprendió, pero supuse que la actitud de la gerente respondía a su desconocimiento de otras alternativas de financiación que no fuera la financiación bancaria.

De hecho, durante el transcurso de la entrevista, solo mencionó dos tipos de financiación que les podrían ayudar a llevar a cabo sus proyectos: la financiación bancaria principalmente, y las ayudas gubernamentales.

De la combinación de estos dos acontecimientos me surgió el interés de investigar sobre diferentes fuentes de financiación para las empresas, conociendo así el MARF, una de las últimas y en mi opinión poco conocidas alternativas de financiación puesta en marcha por el gobierno español.

La metodología que se ha usado en este Trabajo de Fin de Grado ha sido la revisión de fuentes secundarias. Son varias las fuentes que se han utilizado para elaborar el trabajo,

---

<sup>1</sup> Entrevista realizada a la gerente de Talleres AGO S.L para la asignatura Finantzaketa sarrera durante el grado.

de las cuales, cobran mayor importancia la página web de bolsas y mercados españoles y, siendo más concretos, su apartado de renta fija: ([www.bmerf.es](http://www.bmerf.es)) y los informes de mercado anuales proporcionados por esta misma institución. A su vez, han sido de gran relevancia los informes y diferentes datos obtenidos de diferentes páginas web de mercados alternativos a nivel europeo.

Por otro lado, y tal y como se detalla al final del trabajo en la bibliografía, son muchas las fuentes que se han utilizado para completar este trabajo, así como informes, boletines, artículos, libros y revistas.

En cuanto a la estructura del trabajo, éste contará, además de con la introducción, con dos capítulos principales:

El primer capítulo lo enfocaremos alrededor de las PYMEs. Debido a que el MARF es un mercado dedicado a este tipo de empresas, es importante tener conocimiento sobre este tipo de empresas. Por ello, veremos cómo se financian este tipo de empresas y por qué se financian así, empezando a ver si el MARF es una iniciativa producto de la necesidad de estas empresas por encontrar fuentes de financiación alternativa o no. Dentro de este capítulo, también veremos la razón por la que las PYMEs no habían accedido anteriormente a ningún mercado de capital, y, en consecuencia, por qué ahora podrían hacerlo.

El segundo capítulo lo dedicaremos al estudio del MARF. Primero haremos un repaso por los mercados europeos con las mismas o similares características, para después entrar directamente en el MARF, donde veremos cuáles son sus características principales en lo que a diferentes puntos se refiere: los órganos del mercado, los requisitos para poder acceder al MARF, los participantes...

Una vez entendido en qué consiste este mercado y sus características, realizaremos un análisis que nos permitirá observar cual ha sido, es, y será la evolución de este mercado, a la vez que nos dará la posibilidad de ver si el mercado cumple con su objetivo principal, utilizando para ello diferentes puntos de vista y teniendo en cuenta otros tipos de financiación alternativas para financiar PYMEs.

Finalmente presentaremos unas conclusiones en las que haremos un breve repaso por lo detalles más importantes mencionados durante el trabajo, enfocándonos en la eficacia del MARF en lo que a la financiación de PYMEs se refiere.

## 2. MERCADOS FINANCIEROS Y PYMES

### 2.1 Financiación de las PYME

Dado que el MARF es un mercado creado para dar una salida diferente al problema de la financiación de las PYMEs, es necesario estudiar cuáles han sido y/o son los hábitos de financiación de estas empresas y ver la razón por la que ha surgido la necesidad de crear una alternativa mediante este mercado.

En los años previos a la crisis, en época de crecimiento económico, el tipo de financiación utilizado por esta clase de empresas no se correspondía con “lo normal”. Es decir, es lógico que las empresas quieran diversificar sus fuentes de financiación y optar por las alternativas más rentables en cada ocasión. A su vez, diversificar las fuentes de financiación puede ser una práctica realmente sana en cualquier tipo de empresa, ya que, de esta manera, se consiguen reducir en gran medida las dependencias y debilidades que se crean al estar sujeto a una sola vía.

Las empresas deberían estar abiertas y tener conocimiento de más tipos de financiación de los que habitualmente utilizan, y es que da la sensación de que en España no existe un gran conocimiento de las diferentes alternativas de financiación existentes.

Así, nos encontramos con empresas que afirman tener problemas para encontrar financiación, pero no sabemos si esto se debe a una incapacidad real debido a diferentes factores, o si es por falta de información que estas empresas tienen más problemas de los que en un principio deberían tener.

En los últimos años nos hemos encontrado con muchas empresas obligadas a cerrar sus puertas y muchas otras a las que se les hacía imposible encontrar una fuente de financiación para impulsar su actividad, y aunque es entendible pensar que esta situación se creó dada la grave situación financiera en la que se encontró a España en los años de la crisis iniciada en 2008, esto no es del todo cierto. De acuerdo con un estudio realizado por el Observatorio de las PYMEs de la Unión Europea entre los años 2006 y 2007, el 21% de las PYMEs declaraban tener problemas de financiación. Por lo tanto, ya que estos problemas de financiación ya existían en una época de crecimiento económico, ¿qué podemos esperar de la situación de estas empresas en épocas de recesión? ( Otxoa et al., 2010)

Como es lógico, los cambios en la situación financiera debido a la crisis dificultaron aún más el acceso a la financiación de las PYMEs. Su habitual fuente de financiación, es decir, los bancos, empezaban a ser reacios a concederles préstamos y crédito, ya que la percepción de riesgo era enorme.

Se podría pensar que una alternativa a la financiación bancaria eran los mercados financieros, pero aquí, a pesar de que las PYMEs históricamente no se han financiado a través de los mercados por diversas razones que trataremos más adelante, el problema era y aún sigue siendo el mismo, la percepción de riesgo por parte de los inversores.

Las PYMEs tienen difícil captar a un inversor, ya que a diferencia de lo que sucede con

las grandes empresas, estos son reacios a invertir en estas empresas por el riesgo que entienden puede conllevar.

Ahora bien, la situación de financiación en Estados Unidos y la mayoría de economías de Europa es muy dispar.

Tal como señalan Carvajal y De la Torre (2014), la crisis de crédito ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de las economías que tradicionalmente se han financiado por bancos, en contraste con aquellas que han sabido diversificar sus fuentes de financiación.. Si bien EEUU y el Reino Unido fueron capaces de recuperar su nivel de producción anterior a la crisis, en un plazo de tiempo relativamente corto, la mayoría de las economías de la zona euro, y especialmente la de España, les ha costado bastante más. Las empresas de EE UU y el Reino Unido se financian en su mayor parte en los mercados de capitales, en tanto que las empresas de la Europa continental, y sobre todo de España, se financian principalmente a través de bancos. Ante un escenario de deflación de activos, crisis económica y crisis bancaria, la enorme contracción crediticia resultante provocó que muchas empresas solventes resultaran ilíquidas, y la iliquidez conllevó la insolvencia, lo que agravó el impacto en el PIB y en el empleo.

Según estos autores, en dos economías de tamaño similar (16 billones de dólares EE UU, por 18 billones de dólares zona euro) tienen dos sistemas financieros completamente diferentes: si en EE UU los activos de los bancos ascienden a 13 billones de dólares, en la zona euro el tamaño de los activos bancarios es de 59 billones de dólares, es decir, cuatro veces más (si bien es verdad que una parte de los activos de los bancos europeos está destinada a la inversión en países fuera de la zona euro). En sentido opuesto, el tamaño de los mercados de capitales en EE UU es de 15 billones de dólares mientras que en la zona euro es de cuatro billones de dólares. Es decir, en EE UU el tamaño de los bancos es similar al tamaño total del mercado de capitales, mientras que en la zona euro el tamaño de los bancos es casi 15 veces mayor que el de los mercados de capitales. Por tanto, el sistema financiero americano (y, por tanto, la economía americana) tiene dos «flotadores» a los que recurrir ante una crisis financiera, mientras que la zona euro depende de manera casi exclusiva de la salud de sus bancos.

Podemos ver que la PYME europea depende mucho del sistema bancario para su supervivencia, y que si el marco de financiación no recibe ningún cambio, estas empresas estarán abogadas al fracaso en cuanto los bancos no les puedan ofrecer más respaldo.

Es importante recordar que las PYMEs son de gran importancia en la economía europea así como en la española, ya que suponen más del 66,6% del PIB español y son una gran fuente de empleo, creando más del 80% del mismo (Giralt & González, 2012).

Es por ello que debido a la crisis financiera que dio comienzo en 2008, como ya hemos mencionado anteriormente, la reducción de la financiación y el endurecimiento de las condiciones de financiación por parte de los bancos hacia las PYMEs españolas, obligaron al gobierno español a buscar diferentes alternativas para estas empresas.

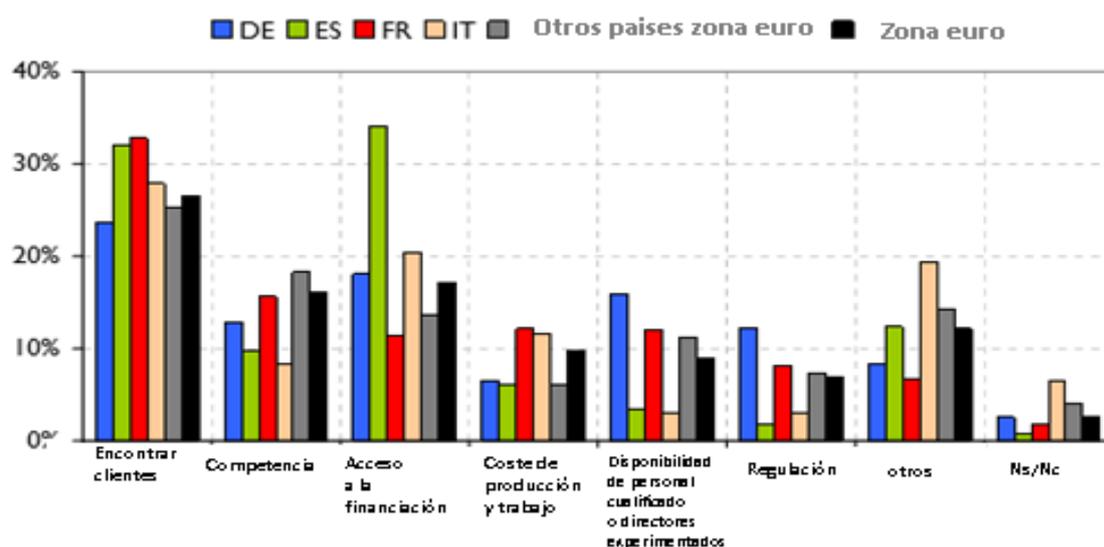
Para entender mejor esta situación, trataremos de ver cuáles eran los mayores problemas de las empresas europeas y la importancia del acceso a la financiación dentro de ellos.

En el gráfico 1 se muestran los resultados de encuestas realizadas entre los años 2009 y 2010 sobre los problemas a los que se enfrentan las empresas de diferentes países de Europa.

En el caso de España se pueden apreciar dos factores destacables: la falta de clientes y el acceso a la financiación, siendo este último entre los dos, el de mayor presencia.

Alrededor del 35% de las empresas españolas encuestadas afirmaron tener problemas de financiación, lo cual, en comparación con las otras problemáticas planteadas, a excepción de la escasez de clientes, la cual es presente en el 30% de las empresas, es un porcentaje considerablemente alto.

**Gráfico 1. Problemas más presentes en las empresas de la zona euro**



Fuente: Ferrando & Griesshaber, 2011

Por otro lado, la falta de clientes es un factor generalmente muy presente en las empresas de todos los países europeos, por lo que a pesar de que España compita por el primer puesto con Francia no es un factor propio del país y podríamos considerarlo como una problemática surgida debido a la crisis.

Así, el problema de acceso a la financiación cobra más importancia, ya que siendo un factor que muy posiblemente se agravó debido a la crisis, no es un problema creado por la misma, sino uno que ya existía con anterioridad.

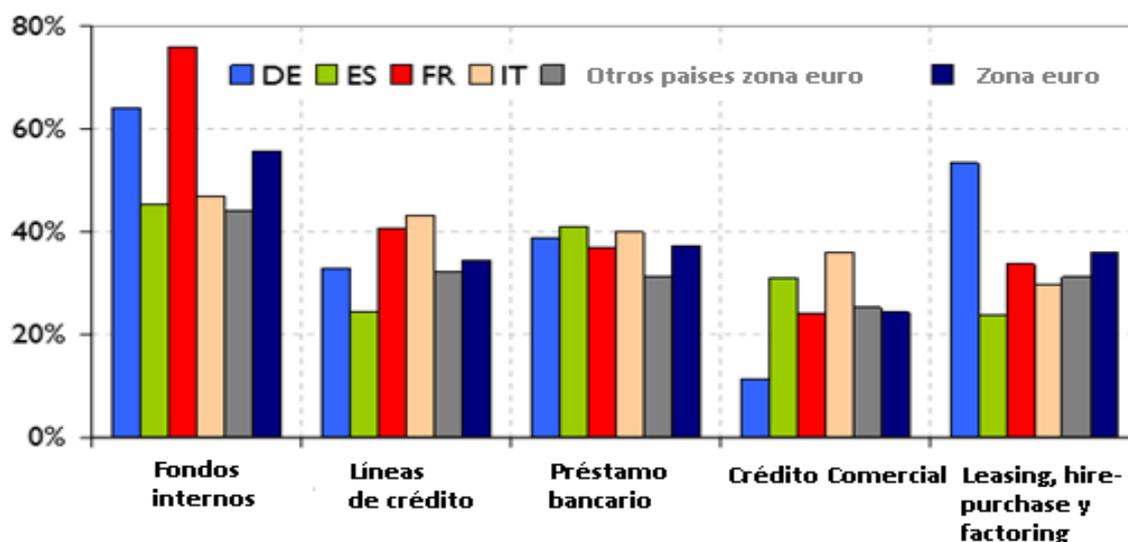
Fijándonos en el gráfico, apreciamos que España era el país con más problemas para encontrar una financiación adecuada para sus empresas, superando al segundo país en esta lista, por más de un 10% de empresas entrevistadas y a la media de la UE por un 15%, situándose esta entre el 17 % y 18%.

El resto de factores y/o problemas analizados tales como la competencia, los costes de producción y la capacidad/habilidad de los empleados no son problemas presentes en España, colocándose generalmente por debajo de la media de Europa, siendo problemas menos presentes que en el resto de países.

En el gráfico 2 podemos apreciar los diferentes tipos de financiación más comúnmente utilizados por las empresas de los países europeos.

Los tipos de financiación analizados son los fondos internos, las líneas de crédito, los préstamos bancarios, el crédito comercial y otras financiaciones como el *leasing*, *factoring* y la compra a plazos.

**Gráfico 2. Uso de instrumentos financieros por países**



Fuente: Ferrando & Griesshaber, 2011

El tipo de financiación más utilizado por todas las empresas de todos los países analizados es la financiación vía fondos internos, superando en todos los casos más del 40% de las empresas por cada país. Vemos que el país que encabeza este tipo de financiación en Europa es Francia, siendo España uno de los países que menos se financia mediante este tipo de financiación y estando a su vez por debajo de la media europea.

En cuanto a las líneas de crédito, España se encuentra por debajo de los demás países, lo que deja claro que no es un tipo de financiación muy presente en el país.

En cuanto a los créditos bancarios, vemos que a pesar de la ya mencionada restricción de crédito y endurecimiento de las condiciones por parte de los bancos, este tipo de financiación, es, después de los fondos internos, la financiación más importante en el ámbito español, superando más del 40% de las empresas entrevistadas.

Como último dato relevante destacamos la última posición de España en la financiación vía *factoring*, *leasing* o compra a plazos, convirtiéndose así en uno de los países europeos que más recurren al crédito bancario y al crédito comercial dejando de lado otros tipos de financiación.

## 2.2 ¿Por qué no se han financiado las PYME mediante los mercados de capital?

De acuerdo Giralt & González (2012), son cuatro las principales razones por las que se ha dado esta situación:

- Abundancia de crédito y eficacia del sistema bancario.
- El miedo de los empresarios a perder el control de su propia compañía.
- La transparencia requerida para acceder a los mercados.
- Los costes que acarrea la introducción en este tipo de mercados, para muchos, considerados excesivos.

La eficacia de los bancos en los últimos veinticinco años, combinada con la transparencia exigida por los mercados, y por tanto, con el peligro de filtrar información perjudicial para la empresa en diferentes sentidos, más especialmente en información sensible que podría utilizar la competencia a su favor, ha decantado la balanza a favor de los primeros. Son muchas las empresas sensibilizadas con este tema y que toman precauciones para mantener su información a salvo, por lo que ofrecer parte de esta información de manera voluntaria no entra dentro de sus planes, relegando, en muchas ocasiones, este tipo de financiación al último lugar dentro de sus diferentes posibilidades.

A su vez, los costes de un crédito bancario eran inferiores a los de los mercados, ya que elaborar toda la información requerida por el mercado suponía unos costes al que las empresas no podían hacerle frente o simplemente no estaban dispuestas a hacerlo.

Otro de los grandes miedos, como es la pérdida de control sobre la empresa, responde al hecho de que una vez que una empresa empieza a cotizar en bolsa, el 100% de capital es registrado, por lo que existe la falsa creencia de que es posible perder el control completo de la empresa, aunque en la realidad esto no sea así, ya que ni los directivos ni absolutamente nadie está obligado a vender sus acciones, es decir, existe un cierto control sobre el capital al que van a poder acceder terceras personas y/o entidades, y la empresa podrá mantener en todo momento el control de la misma, siempre y cuando no pongan en venta su parte de la misma.

El hecho de que la financiación vía banca no suponía ningún peligro directo de pérdida del control de la empresa, a la vez que la regulación de los mercados y todas las exigencias requeridas para acceder a éstos (mas bien pensadas para grandes empresas) suponían una gran carga para las PYMEs, provocaron que acceder al banco supusiera unas grandes ventajas en comparación a las demás alternativas de financiación. Por otra parte, en el caso de muchas empresas jóvenes estas razones se acentúan, de manera que a pesar de en muchas ocasiones cuentan con las características y recursos necesarios, llegan a verse a sí mismos incapaces de acceder a estos mercados, ya sea por miedo o inexperiencia.

Es por ello que las PYMEs españolas son altamente vulnerables a una contracción del crédito, ya que solo el 20% de la financiación total se realiza mediante los mercados, mientras que otros países como Francia o Alemania se acercan casi al 50% y los Estados Unidos llegan al 70%.

En esta situación vemos que no solo es necesario un cambio en lo que a la financiación

de las PYMEs se refiere, sino que también se aprecia la necesidad de mejora en los porcentajes de financiación total en el marco español. Las PYMEs deben de disponer de más herramientas y alternativas para poder llevar a cabo sus proyectos sin que les suponga una desventaja competitiva, y el marco español global debe mejorar su porcentaje de financiación mediante los mercados para no ser tan frágil ante la falta de apoyo bancario.

Es en este contexto donde se decide impulsar los mercados de capital, proporcionando a estas empresas diferentes ventajas y condiciones más favorables que las que les ofrecían los anteriores mercados.

### 2.3 Los mercados de capital y las PYME

Para entender el funcionamiento actual de la bolsa y los tipos de mercado que nos podemos encontrar en él, primero debemos entender que es el grupo de Bolsas y Mercados Españoles (en adelante BME). En propias palabras obtenidas en su página oficial esta es su definición:

“BME es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros de nuestro país, el cual cotiza en bolsa desde 2006. BME ofrece una amplia gama de productos, servicios y sistemas de negociación asentados sobre una tecnología estable y avanzada de desarrollo propio. También ofrece acceso a los mercados globales a emisores, intermediarios e inversores tanto en España como a nivel internacional” (BME, 2017)

En cuanto a la visión de BME, de nuevo en sus propias palabras, “es conseguir el funcionamiento transparente, seguro y eficiente de los mercados, para contribuir al crecimiento económico de las empresas de nuestro país, creando valor para nuestros accionistas” (BME, 2017).

Podemos subrayar la contribución al crecimiento económico que pretende llevar a cabo, ya que en parte varía un poco el planteamiento de la teoría bursátil tradicional que establecía que la Bolsa tenía por objeto la negociación de valores del Estado, otros entes públicos y grandes empresas privadas buscando la máxima liquidez para estas.

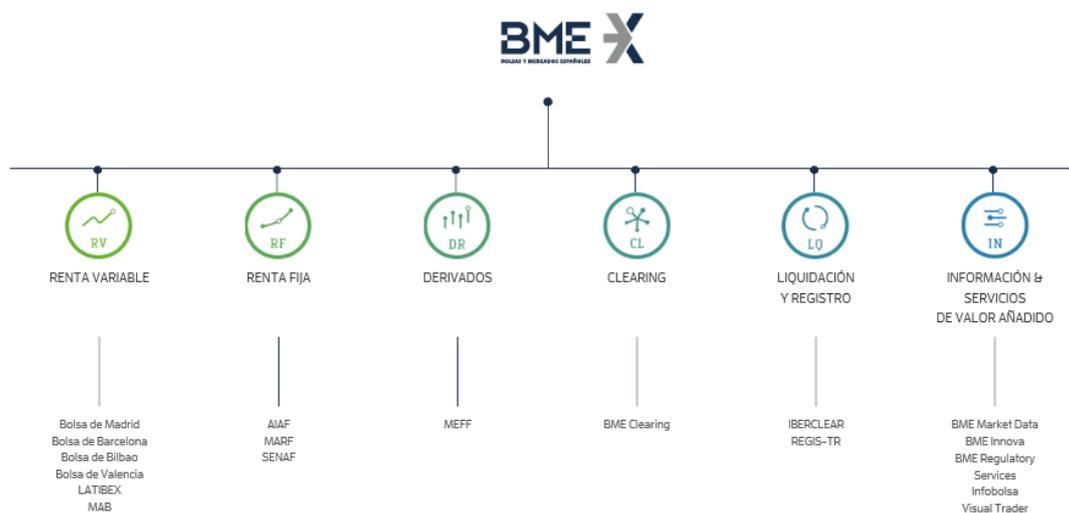
Esta teoría deja por completo de lado todas las empresas de poca importancia y/o tamaño del país, dando total prioridad a las grandes empresas, dejando clara la diferencia con la nueva visión de BME, la cual apuesta por el crecimiento económico, habiendo tomado diferentes medidas, como la creación de los dos principales mercados enfocados a las PYMEs españolas.

Por tanto, no sólo las 4 razones mencionadas son las causantes de la falta de financiación a través de los mercados, si no que es la estructura y finalidad de estos mismos (destinados a financiar grandes empresas) los que les han cerrado las puertas.

Como observamos en la figura 1 BME se estructura en seis departamentos diferentes, de los cuales los tres primeros (renta variable, renta fija y derivados) representan diferentes tipos de mercados a los que se tiene acceso mediante BME y los últimos tres en cambio (*clearing*, liquidación y registro e información y servicios de valor añadido), representan herramientas y/o servicios con una relación directa con los mercados. Es decir, cumplen las funciones que los propios mercados no cumplen, como ofrecer información, gestionar la liquidación de las operaciones realizadas en diferentes

mercados o analizar la fiabilidad de diferentes productos o inversores.

**Figura 1. Organigrama BME**



Fuente: BME

De entre todos los diferentes mercados que entran dentro del seno de BME, contamos con muy pocos destinados a las PYMEs españolas, siendo tan solo dos de ellos los que tratan de dar una alternativa de financiación a este tipo de empresas: el MAB y, como última incorporación, el MARF.

Exceptuando estos dos últimos, los demás quedan significativamente lejos del alcance de empresas pequeñas, dadas las condiciones de inversión y emisión que requieren, por lo que solo contamos con una alternativa dentro de la renta variable y otra dentro de la renta fija, quedando claro el enfoque que tomó la bolsa española a lo largo de los años al dejar de lado a las PYME dentro de los mercados financieros.

A pesar de que, como ya hemos comentado en los 10 últimos años se hayan creado mercados alternativos, cuya finalidad es abrir la puerta a un nuevo tipo de empresa en los mercados financieros, la verdad es que no existe un gran diferencia en la cantidad de posibilidades con las que cuentan las empresas, ya que con anterioridad, para dar solución a la exclusión de las PYMEs de los mercados surgieron los denominados segundos mercados, de los que hablaremos más adelante, los cuales en cierta medida cumplían la función que ahora cumplen el MAB y el MARF.

Así, nos encontramos con la primera oportunidad de inversión en el año 1986, con la creación del segundo mercado español, mercado que pretendía convertirse en una oportunidad para las PYMEs españolas. El mercado secundario permitía la negociación de títulos emitidos por empresas sin exigir las condiciones requeridas para la negociación en bolsa. Estas rebajadas exigencias para la negociación de títulos impulsaba la participación de las PYMEs.

Por desgracia, este mercado alternativo nunca tuvo mucho éxito y las razones están directamente relacionadas con la actitud de las PYMEs hacia los mercados financieros.

Según Ramón Martínez (1989), hay varias razones por las que este mercado no logró cumplir su cometido. Es un mercado en el que los particulares no tienen presencia y los inversores son en su mayoría sociedades de capital riesgo, las cuales no tienen una gran presencia en nuestro país. Por otro lado, debido a la estructura familiar de las PYMEs, los inversores eran percibidos como competidores por parte de los propietarios de la empresa, que tenían miedo a perder el control y por eso se mostraban reticentes a la salida a bolsa de su compañía y, por último, la escasa tradición informativa presente en estas empresas.

Siguiendo con este mismo hilo, en el año 2006 se formó lo que podría considerarse la versión actual del segundo mercado, el mercado alternativo bursátil (en adelante, MAB).

En el 2008 el MAB amplió sus fronteras para actuar como una nueva plataforma de financiación para las empresas en crecimiento. En concreto, se presentó como un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características.

En ese momento, y ya con la crisis y la contracción del crédito en marcha, se vendió el MAB como una tabla de salvación para las pequeñas y medianas empresas, que iban a encontrar en este segmento la financiación negada en el tradicional sistema bancario (Igartua et al., 2013).

El MAB pretendía ser la tan buscada alternativa de financiación para las PYMEs pero a pesar de que ha contado con “buenas épocas”, su evolución no ha sido del todo la que se esperaba.

Existe una gran variedad de opiniones acerca de este mercado. Muchos opinan que a pesar de que las empresas que años atrás accedieron a este mercado hoy en día han fracasado, el MAB fue el que les concedió los recursos necesarios para poder subsistir los años que permanecieron en el mercado, y que, por ello, ha ayudado a la creación de empleo y al desarrollo económico de este país aunque sea solo temporalmente. Creen que no hay que juzgar a este mercado dependiendo del éxito de las empresas que forman parte de él, sino que hay que mirar la importancia y utilidad que ha tenido para la economía a lo largo de los años.

Por otra parte, otros muchos creen que el MAB no ha cumplido con sus expectativas, y las razones son varias. Partiendo de la base de que el MAB es un mercado para las PYMEs, para fomentar su desarrollo y crecimiento, las regulaciones y condiciones del mismo no se encontraban lo suficientemente bien constituidas. Las empresas objetivo de este mercado no estaban acostumbradas a proporcionar una cantidad tan grande (aunque más pequeña de la que se exige en el mercado continuo) de información sobre su situación. Es por ello que nos encontramos con el mismo problema anteriormente mencionado. ¿Por qué las PYMEs no se financian en los mercados financieros? Nos encontramos ante la misma pregunta hecha anteriormente y, por tanto, lo que obtenemos es la misma respuesta. Muchas empresas sentían que dicha cantidad de información podría suponer una desventaja competitiva, y esto, combinado con el miedo y la inexperiencia, les cerraba las puertas a muchas compañías candidatas a participar en este mercado.

Los miedos a la pérdida de control de la compañía, la necesidad de cumplir con requisitos legales o la incertidumbre ante la evolución y volatilidad de la cotización son las principales razones que hacen que algunas compañías se echen para atrás.

Así, las expectativas en cuanto a número de empresas que deberían cotizar en el MAB a lo largo de los años tampoco se han cumplido. Menos empresas de las esperadas han tomado el paso de cotizar en el MAB y, por si esto fuera poco, este es un mercado con muy baja liquidez, ya que a lo largo de su historia, entre todas las empresas que participaban en este mercado solo alcanzaban los 300 millones de euros mientras que la empresa más pequeña del IBEX 35 en ese momento (2011), Gamesa, capitalizaba seis veces más.

En ese año, el MAB contaba con 13 empresas y se estimaba que el mercado empezaría a ser rentable al alcanzar entre 40 y 50 empresas cotizando en él, además de un cambio en la situación económica que permitiera implementar los necesarios incentivos y ayudas a las PYMEs. Es por ello que a pesar de no desaconsejarse directamente el invertir en las empresas cotizadas en el MAB, se aconsejaba estudiar bien a la empresa antes de hacer cualquier inversión, siendo las empresas que cumplían con su filosofía y que cumplían sus metas y objetivos las más atractivas para los inversores.

A esta situación, se sumaron las primeras historias de fracaso del MAB, como por ejemplo el caso Zinkia, que ahuyentaron a las empresas medianas que tuvieran un ojo echado en este mercado.

En otros casos nos encontramos con diferentes empresas que tampoco tuvieron el éxito esperado tras su salida a bolsa. Así, empresas como Bodaclick, Negocio & Estilo de vida y Gowex entre otras, generaron grandes pérdidas de dinero por la evolución negativa de la cotización, como consecuencia del incumplimiento de previsiones, el incumplimiento de las reglas de mercado y la falsificación de cuentas.

Todo parece indicar que el nuevo mercado que prometía ser la alternativa de financiación perfecta no daba la talla a la hora de la verdad y que para representar una verdadera oportunidad de financiación para las PYMEs deberían aplicarse grandes cambios en él, pero todavía algunos defienden su buen funcionamiento y evolución, alegando que el problema reside en la manera de entender este mercado.

En esta línea el presidente de la patronal del MAB, dijo lo siguiente:

“Es muy importante financiar la innovación. En España es muy difícil porque la banca no financia el fracaso. Para proyectos disruptivos es para los que está el MAB. En este tipo de empresas, de tres proyectos, pueden fracasar dos, pero el que triunfa puede ser de verdad innovador y tener capacidad de cambiar las cosas. Por eso hay que reivindicar el fracaso. El inversor del MAB tiene que ser alguien informado y que sea consciente de que éste es un mercado de riesgo y esto es algo que la ley no va a ser capaz de resolver. En el análisis de este tipo de empresas, el inversor puede sentirse un poco solo, porque apenas hay expertos que se dediquen a escarbar en las cuentas y a detectar su atractivo. Por eso, el inversor particular tiene que ser responsable y estudiar bien la compañía” (Romero-Haupold, 2015).

Aun así, y tal como veremos más adelante, actualmente esta situación es muy diferente,

ya que tanto el número de empresas como la liquidez de las mismas ha aumentado significativamente, contando a finales del 2016 con 39 empresas cotizando, de las cuales 2 de ellas superaban los 500 millones de capitalización.

Es esta falta de liquidez de las empresas y la incertidumbre y desconocimiento sobre la mayoría de empresas del MAB lo que provocaba que las empresas optasen por otras alternativas de financiación diferentes.

El hecho es que a pesar de sus diferentes resultados favorables, podemos determinar que este mercado no ha conseguido su propósito principal, que era cambiar y fomentar la alternativa de financiación de las PYMEs en este país, la cual sigue casi estancada en el mismo punto después de muchos años.

En esta situación, era necesario tomar diferentes medidas para fomentar la financiación mediante los mercados, ya sea mediante incentivos fiscales y mejoras en la normativa y regulación del ya existente mercado, o empezando uno desde cero. Así nació otro mercado, el cual, es el objeto de examen principal de este trabajo, el Mercado Alternativo de Renta Fija.

### **3. EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA**

La respuesta del gobierno español a la problemática de financiación que presentan las empresas españolas y en especial las PYMEs no es una idea original, ya que varios países de la UE tomaron esta iniciativa años atrás, siendo Noruega una de las pioneras en este tipo de mercado.

Estos mercados alternativos se crearon para complementar otros mercados alternativos de renta variable ya existentes, como, por ejemplo, en el marco español sería el MAB. La creación de estos responde a la problemática de acceso a la financiación bancaria presente en toda Europa debido a la crisis financiera mundial. Con el fin de entender mejor este tipo de mercados haremos una breve mención a los mercados predecesores al MARF.

#### **3.1 ANTECEDENTES EN EUROPA**

Los mercados antecesores al MARF son los siguientes:

##### **3.1.1 Nordic ABM (Noruega)**

El mercado alternativo de Noruega comenzó su andadura en el año 2005, gestionado por Oslo Bors, con el fin de acelerar la emisión y la negociación de bonos y valores de renta fija a corto plazo, ofreciendo unas condiciones menos duras que el entonces existente mercado de valores Noruego (Oslo Börs).

Este mercado presentaba una alternativa para varios tipos de participantes, desde emisores que ya formaban parte de otro mercado o nuevos emisores interesados en este nuevo mercado alternativo, hasta una gran cantidad de antiguos y nuevos inversores.

La principal razón de la creación de este mercado fueron los cambios de reglamento de los mercados que se llevaron a cabo en el año 2005 a raíz de una nueva directiva de la UE. Dado que los nuevos reglamentos eran más estrictos que los del mercado Noruego, y que afectaban directamente a los valores de renta fija, y en consecuencia, a los emisores e inversores de estos mismos, aumentando los requerimientos necesarios para acceder y participar en el mercado, se creó el Nordic ABM.

Desde el punto de vista del funcionamiento y organización del mercado, cabe destacar que éste se divide en dos submercados; Nordic ABM retail y Nordic ABM Professional. Esta división se hace para diferenciar las operaciones entre el público general y entre inversores profesionales. De esta manera el valor nominal de las emisiones en el mercado retail no debe superar las 500.000 coronas noruegas mientras que el mínimo en el mercado profesional es, a su vez, esta misma cantidad (Perez, 2015).

Debido a que actualmente 500.000 coronas noruegas suponen alrededor de 55.000€ podemos apreciar que esta cantidad es sumamente inferior a la del mercado español, 100.000€.

Respecto a los requisitos a cumplir para acceder al mercado nos encontramos lo siguiente:

En el caso de que el emisor no haya cambiado la estructura de su compañía o la razón social en los últimos tres años, solo será necesario presentar el informe anual para poder acceder al mercado, sin ningún tipo de documentación extra, lo que facilita mucho el proceso de acceso.

Por otra parte, los emisores están obligados a proporcionar información y deberán publicar declaraciones sobre su estado financiero e informar en caso de que algún evento pudiera afectar al precio de sus bonos.

Desde Oslo Bors defienden que son muchas las ventajas de emitir en este mercado, desde la visibilidad ganada tras la implementación del logo de la empresa emisora en su página web, hasta la reducción de costes de emisión, pasando por la capacidad de llegar a más inversores y la facilidad de acceso a este mercado respecto a los demás.

### **3.1.2 Mercado BondM ( Alemania)**

El mercado BondM alemán nació en julio de 2011 con el objetivo de negociar valores de renta fija de las PYMEs alemanas. Como el mercado noruego, se trata de un mercado no oficial, en este caso bajo la vigilancia de las leyes locales, y, por ello, cuenta con unas condiciones de admisión significativamente más blandas que en otros mercados.

Según Pérez (2015), estos son los requisitos de admisión en este mercado:

- Presentar los estados financieros y el informe de ganancias trimestrales.
- Los BondM coaches (empresa de servicios de inversión especializada) deben tener un papel activo durante el proceso de emisión, colocación y negociación de los bonos y durante toda la vida del instrumento para asegurarse de que se cumplen las obligaciones.
- Volumen mínimo de emisión de 10 millones de euros.
- Las empresas emisoras tienen que poseer una evaluación de su calidad crediticia por una agencia de calificación independiente.
- Folleto de emisión con todas las características de emisión de los títulos y del emisor.
- Ventas entre 25 y 40 millones de euros.
- Interest cover ratio<sup>2</sup> de 3x.

En este mercado se pueden apreciar dos diferencias respecto al mercado español. Por un lado, el valor nominal de los títulos negociados es de 1.000€ y, por otro lado, al igual que en el mercado noruego y como posteriormente veremos, en el italiano, los títulos están dirigidos tanto a minoristas como a profesionales (Perez, 2015).

---

<sup>2</sup> Interest cover ratio: Ratio que mide el apalancamiento financiero de la empresa y proporciona el grado en que los intereses son absorbidos por los beneficios antes de intereses e impuestos más la amortización.

### 3.1.3 Alternext ( Paris, Amsterdam, Bruselas y Lisboa)

Alternext es un mercado hecho a medida para las pequeñas y medianas empresas creado por Euronext a principios del año 2012. La creación de este mercado fue una iniciativa tomada con el fin de mejorar la visibilidad y la liquidez de las PYMEs europeas.

Como ya hemos mencionado, estas empresas cumplen un rol vital en la economía europea, pero solo unas pocas tenían la visibilidad merecida. Por esta razón, este mercado ofrece un acceso a los mercados de capital con menos obligaciones y requerimientos, para posibilitar así la llegada de nuevos inversores a este tipo de empresas.

Al igual que ocurre con el MARF, el Alternext es un mercado no regulado de acuerdo con lo establecido por la UE. Se trata de un mercado multilateral que opera en Bruselas, Ámsterdam, Lisboa y París.

Las compañías interesadas en formar parte de este mercado deberán elegir un asesor (*listing sponsor*) que les ayudará y guiará en su proceso de emisión. Las empresas emisoras de este mercado se beneficiarán de un proceso de acceso menos riguroso y reglas innovadoras, garantizando de ese modo la protección y la transparencia de cara a los inversores.

Por último, cabe mencionar que para que las emisiones de renta fija sean admitidas, las compañías deberán de presentar sus estados financieros antes de salir al mercado, además de contar con un *listing sponsor*, emitiendo por lo menos 200.000€, ya que el volumen mínimo de emisión de este mercado es el doble que en el caso del MARF (100.000€).

### 3.1.4 ExtraMOT PRO (Italia)

El proyecto de nuevo segmento profesional del mercado ExtraMOT<sup>3</sup> (ExtraMOT PRO), dedicado a la emisión de bonos, papel comercial y bonos, nació el 11 de Febrero del 2013.

Este nuevo segmento fue lanzado con el fin de ofrecer a las compañías, en general, y, más específicamente, a las PYME italianas un mercado flexible y económico en el que podrían disponer de grandes oportunidades y ventajas derivadas del nuevo reglamento aprobado (Decreto-Ley No.83/2012) (Perez,2015).

La infraestructura reguladora de este nuevo segmento del ExtraMOT permitirá a las compañías un fácil, rápido y eficiente acceso al mercado. Los únicos requerimientos para el acceso a este mercado es la publicación de las declaraciones y el informe financiero anual de los últimos dos años, de los cuales el último deberá estar auditado, y la entrega del documento de admisión con información esencial para formar parte del

---

<sup>3</sup> ExtraMOT es un sistema multilateral de comercio dedicado a los bonos corporativos normalmente emitidos en mercados internacionales.

mercado, escrito en italiano o inglés (BorsaItaliana, 2017).

Una vez admitido el acceso al mercado de la empresa, como ya ocurre en el mercado noruego, ésta está obligada a informar de cualquier cambio significativo que pueda afectar a la situación de la empresa y, por ello, a las decisiones de los inversores.

Aunque el ExtraMOT PRO tiene la misma estructura que el ExtraMOT, el ExtraMOT PRO solo ofrece la oportunidad de negociación a inversores profesionales, al igual que ocurre en el MARF.

En este mercado es posible contar con un especialista que apoye la liquidez de los instrumentos.

Una vez más podemos ver que las compañías comparten las razones por las que les gustaría acceder a este mercado: visibilidad, un mercado más económico en comparación a los demás que les precedían y la flexibilidad que les ofrecen este tipo de mercados hechos “a medida” de las PYMEs.

En conclusión, vemos que es un mercado similar al español, el cual solo permite la participación de profesionales y que ofrece ventajas fiscales para las PYMEs, con idea de darles una alternativa de financiación y la visibilidad que merecen.

### **3.2 MARF: Organización y funcionamiento**

El mercado alternativo de renta fija español (MARF) se presentó oficialmente el 7 de octubre del 2013, aprobado por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) y dirigido por AIAF, mercado de renta fija S.A.U, con la idea de ser una alternativa para un gran número de empresas solventes que quieran encontrar en este mercado un modo de financiación mediante emisión de títulos de renta fija.

Son tres los tipos de títulos que se negocian en este mercado. Por un lado tenemos el instrumento a más corto plazo, los pagarés, los cuales son encargados de cubrir las necesidades de las empresas en un plazo de tiempo menor a un año. Por el otro lado tenemos los bonos y las obligaciones, cuya única diferencia radica en su duración media. Los bonos cuentan con una media de vida de 1 a 5 años, mientras que las obligaciones se emiten con plazos superiores a 5 años.

El MARF adopta la estructura jurídica de Sistema Multilateral de Negociación (SMN), lo que le convierte en un mercado alternativo, no oficial, similar a los que existen en algunos países europeos y en el propio seno de BME, como es el caso del MAB (Bolsas y Mercados españoles, 2017).

Debido a que se trata de un mercado no regulado nos encontramos con una flexibilidad no presente en otros mercados, a la vez que se dispone de una mayor agilidad en la tramitación de emisiones al mercado, permitiendo así una simplificación de los trámites y una reducción de costes a favor de las empresas emisoras.

Al igual que en el mercado italiano, el MARF está dirigido a profesionales, es decir, a inversores institucionales tanto españoles como extranjeros que quieran diversificar su

cartera de inversión, apoyando a empresas pequeñas y medianas (normalmente no cotizadas) con grandes expectativas de futuro y con buenas perspectivas de negocio.

Del mismo modo que en diferentes mercados alternativos de Europa, el MARF cuenta con Asesores Registrados, cuya función será asesorar y facilitar información sobre los requisitos normativos y otros aspectos de la emisión en el momento de su preparación y deberán también extender su asesoramiento a lo largo de la vida de la emisión.

Apreciamos una clara inspiración en otros mercados europeos en este MARF pero también existen algunas diferencias y es por ello que ahora trataremos de analizar en profundidad todos los aspectos de este mercado para poder entenderlo mejor, en particular:

- Órganos del mercado
- Requisitos de acceso al mercado
- Participantes del mercado
- Agencias de calificación

### **3.2.1 Órganos del mercado**

El MARF cuenta con diferentes órganos que ayudan en el funcionamiento del mismo. Así, cuenta con un consejo de administración, un director gerente, una comisión de incorporación de valores, una comisión de supervisión y una comisión de arbitraje.

El consejo de administración de AIAF es el órgano encargado de la dirección y gestión del Mercado y al que corresponde fijar las líneas generales a que se ajustará su estrategia y desenvolvimiento, que deberán corresponderse con las normas generales de estructuración y desarrollo de los mercados españoles de valores (Reglamento MARF) .

Nos encontramos ante lo que podríamos denominar la cabeza del MARF, puesto que es la encargada de designar tanto al director gerente como a los participantes de la comisión de administración, la comisión de incorporación y la comisión de arbitraje.

El consejo de administración cumple diversas funciones, entre las que podemos destacar: administrar y gestionar el mercado, aprobar y modificar el reglamento del mercado y aprobar las circulares que complementen y desarrollen el reglamento del MARF.

Este consejo debe cumplir con muchas más funciones, recogidas en el reglamento de este mercado, y que cualquier función que no esté reflejada o no sea competencia de nadie será responsabilidad de este consejo.

Una vez designado el director gerente, éste será el encargado de la gestión diaria del mercado y de la ejecución de las directrices generales establecidas por el consejo de administración (Reglamento MARF).

El director gerente tiene un amplio abanico de responsabilidades, recogidas en el artículo 5 del reglamento del MARF, pero con el fin de entender mejor su papel

trataremos de explicar a continuación su función principal.

Como primer y principal función a cumplir por parte del director gerente está la organización y coordinación de los servicios del mercado, encargándose así de dirigir y supervisar a las personas que presten sus servicios al MARF.

A su vez, será el encargado de tomar las medidas disciplinarias necesarias en caso de un incumplimiento de las reglas del mercado, haciéndose cargo del apercibimiento escrito y comunicación pública.

Por último es importante mencionar que el director gerente es el encargado de aplicar las circulares emitidas por el consejo de administración, a la vez que trata de establecer relaciones con otras entidades interesadas en formar parte del mercado.

En cuanto a la comisión de incorporación de valores se refiere, el artículo 6 del reglamento del MARF establece que éste el órgano encargado de canalizar las relaciones del Mercado con las entidades emisoras y con todas aquéllas que lleven a cabo actuaciones referidas a los valores incorporados al Mercado, así como de analizar los expedientes de incorporación de nuevos valores al Mercado.

Esta comisión se encarga de establecer todo lo que tenga que ver con los valores negociables, analizando y examinando diferentes sucesos dentro del mercado, desde las iniciativas de las empresas emisoras hasta la emisión y evolución de los valores negociables, procurando siempre tomar iniciativas que sean favorables para todos los miembros del mercado.

La comisión de supervisión es un órgano cuyos participantes están designados por la comisión de administración y en el que el director general ejerce el papel de presidente.

La función principal de este órgano de mercado es el control del cumplimiento normativo, en concreto:

- Supervisar y controlar el cumplimiento de la normativa aplicable en materia de disciplina de mercado.
- Adoptar y aplicar las medidas dirigidas a evitar la práctica, por los intervinientes en el Mercado de conductas constitutivas de abuso de mercado.
- Suspender cautelarmente la actuación de los operadores y de los Miembros del Mercado y de las entidades Mediadoras en los casos previstos en este Reglamento y en sus normas de desarrollo.

Para finalizar con los órganos del mercado tenemos la comisión de Arbitraje, que de acuerdo con el reglamento del MARF tiene encomendada la resolución de las controversias que puedan plantearse entre los Miembros del Mercado. Le corresponde atender las reclamaciones y resolver las controversias que presenten los Miembros del Mercado en cuanto a sus actuaciones en el mismo, de acuerdo con lo establecido en el Reglamento y en las restantes normas reguladoras del Mercado.

Al igual que en la anterior, los participantes de esta comisión, que serán 5 vocales más el presidente en este caso, serán designados por la comisión de administración, y tratarán de resolver todas las controversias que se creen dentro del mercado.

### 3.2.2 Requisitos de acceso al mercado

Similarmente a lo que ocurre con algunos de los diferentes mercados alternativos europeos mencionados anteriormente, los requisitos necesarios para acceder al MARF son los siguientes:

- Documento informativo, con información de interés sobre la empresa, razones por las que desea emitir en el mercado y evolución de los últimos años.
- Documento de análisis: análisis realizados por los asesores registrados, tratando de proyectar los futuros cambios en los estados financieros después de la emisión de deuda.
- Documento de calificación crediticia: las empresas serán dotadas de rating por una agencia crediticia avalada por ESMA<sup>4</sup>.

Dejando atrás los documentos, todas las empresas emisoras deberán contar con el anteriormente nombrado asesor registrado, en el cual profundizaremos en el siguiente punto.

El MARF no cuenta con requisitos de tamaño, volumen de negocio, volumen de activo u otros factores en lo que a las empresas se refiere. A priori, toda empresa tiene la oportunidad de acceder al MARF y emitir en él, pero como veremos más adelante, esto no se cumple en la práctica, ya que todas las empresas que han emitido hasta ahora en este mercado comparten una serie de características

Sin embargo, tal y como hemos mencionado con anterioridad, el MARF cuenta con una emisión mínima para poder acceder a él. Por ello, toda empresa que quiera emitir en el MARF deberá realizar una emisión de 100.000€, lo que supone un requisito que muchas PYMEs no pueden cumplir dadas sus características.

### 3.2.3 Participantes del mercado

Figura 2 Participantes en el MARF



Fuente: Bmerf

<sup>4</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA) O Autoridad Europea de Valores y Mercados

Los participantes de este mercado están diferenciados en cuatro grupos:

1. Miembros del mercado.
2. Entidades mediadoras.
3. Asesores registrados.
4. Empresas emisoras.

En la figura podemos apreciar las características y funciones de los participantes en el mercado.

### **Miembros del mercado**

Podrán ser miembros del mercado las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión (siempre y cuando estén autorizadas para ejecutar órdenes de terceros o para operar por cuenta propia en los mercados), la Administración General del Estado y todas aquellas entidades que cumplan los requisitos y cumplan o lleven a cabo funciones importantes para el correcto funcionamiento del mercado.

### **Entidades mediadoras**

Los miembros del mercado podrán actuar a través de entidades mediadoras.

“Las entidades mediadoras son aquellas autorizadas a prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros sobre instrumentos financieros conforme a lo señalado en la Ley del Mercado de Valores y que realizan labores de introducción de órdenes en el sistema o plataforma de negociación del MARF por cuenta de los Miembros del Mercado” ( Reglamento MARF, artículo 9).

Todos los miembros del mercado y las entidades mediadoras estarán sujetos a los mismos derechos, por lo que todos dispondrán de la misma información necesaria para acceder con seguridad a los diferentes medios del Mercado para hacer uso de los servicios que estos ofrecen.

Del mismo modo, todos los miembros podrán efectuar las operaciones que tengan autorizado realizar. Este derecho será igual para todos los miembros siempre y cuando sus regímenes específicos y su capacidad operativa sea la misma.

Las obligaciones a cumplir por los miembros del mercado están más detalladas. De acuerdo con el reglamento del MARF, las obligaciones que todo miembro deberá cumplir para poder permanecer dentro del mercado son las siguientes:

1. Cumplir el Reglamento de Mercado y las restantes normas a él aplicables.
2. Respetar las normas de conducta vigentes en el mercado español de valores.
3. Efectuar las operaciones de acuerdo con lo previsto en las normas del Mercado.
4. Ajustarse a los procedimientos de compensación y liquidación y a los sistemas de registro de valores establecidos para el Mercado.
5. Utilizar los medios técnicos puestos a su disposición de conformidad con las

- normas y criterios establecidos por los órganos del Mercado.
6. Cumplir las decisiones adoptadas por esos mismos órganos.
  7. Someter las controversias que pudieran tener con los restantes Miembros a la decisión de la Comisión de Arbitraje del Mercado.
  8. Facilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a los órganos del Mercado la información que éstos le requieran en el ejercicio de sus funciones y competencias.

Es importante destacar que las entidades mediadoras estarán también sujetas a las mismas obligaciones exceptuando el cuarto punto de esta lista.

### **Asesores registrados**

Por otro lado, los asesores registrados según la definición obtenida en Bolsas y Mercados españoles, son personas jurídicas con experiencia asesorando empresas en la emisión de valores en los mercados.

Su función a cumplir dentro del mercado se limitará a asesorar a las empresas que se acerquen al mercado, ayudándolas con los requisitos normativos y otros aspectos de la emisión en el momento de la preparación. Deberán facilitar la tramitación de la documentación necesaria y enviar información periódica al mercado, alargando su asesoramiento durante toda la vida de la emisión.

Los asesores registrados del MARF son los siguientes:

- AFI ( Analistas financieros internacionales)
- Ahorro corporación financiera, SV
- Arcano valores, AV
- Auriga global investors
- Banca march
- Banco sabadell
- Deloitte Advisory
- Didendum Asesor registrado
- Didendum EAFI
- EBN Banco de negocios
- GVC Gaesko Beka, S.V.,S.A.
- Haya Titulización, SGFT
- Intermoney Titulización, SGFT
- Intermoney Valores,S.V.
- KPMG Asesores
- Montalbán Atlas Capital
- Nmás, Corporate Finance
- Norbolsa, S.V
- PFK Attest Servicios Empresariales
- Pricewaterhousecoopers, Asesores de Negocios
- Renta 4 Banco
- Riva y Garcia-1877, SV

- Solventis, AV
- Trea Capital Partners, SV
- VGM Advisory Partners

## Empresas emisoras

Tal y como observamos en la figura 3 las empresas emisoras del MARF se reparten en 12 sectores.

Como es lógico, hay sectores que tienen más peso que otro dentro de este mercado. Así, vemos que hay sectores que solo cuentan con una empresa cotizando en el MARF mientras que el sector con más empresas cuenta con 6.

Sin embargo, contar con más empresas dentro del mercado no quiere decir que supongan un mayor impacto o participación en el, ya que la emisión de una sola empresa podría superar las emisiones de varias empresas juntas, lo que supondría una mayor contribución en la evolución del mercado.

Desarrollaremos esta idea con más profundidad en el análisis del MARF, donde mediante un gráfico comprobaremos cual es el sector con más impacto en el mercado en la actualidad.

**Figura 3 Empresas emisoras del MARF**

<b>ENERGIA Y AGUA</b>
AUDAX ENERGIA, S.A.
GLOBAL SOL VILLANUEVA 1, S.A.U.
PLANTA SOLAR PUERTOLLANO 6, S.A.U.
<b>QUIMICAS</b>
MAXAMCORP HOLDING, S.L.
<b>PAPEL</b>
ADVEO GROUP INTERNATIONAL, S.A.
PAPELES Y CARTONES DE EUROPA, S.A.
<b>METAL MECANICA</b>
ELECNOR, S.A.
GESTAMP AUTOMOCIÓN, S.A.
TEKNIAMANUFACTURING GROUP, S.L.U.
TUBACEX
<b>ALIMENTACION</b>
OC INTERNATIONAL INVESTMENTS, B.V.-GRUPO SUGAL
<b>CONSTRUCCIÓN</b>
ORTIZ CONSTRUCCIONES Y PROYECTOS, S.A.
SOCIEDAD ANÓNIMA DE OBRAS Y SERVICIOS COPASA
<b>INMOBILIARIAS</b>
BARCELÓ CORPORACIÓN EMPRESARIAL, S.A.
SAINT CROIX HOLDING IMMOBILIER, SOCIMI, SA
<b>TRANSPORTES Y COMUNICACIONES</b>
AUNOR, AUTOVÍA NOROESTE CONCESIONARIA C.A.R.M., S.A.
EMPRESA NÁMERA ELCANO, S.A.
MÁSMÓVIL BROADBAND, S.A.U.
MÁSMÓVIL IBERCOM, S.A.
SOCIEDAD CONCESIONARIA AUTOVÍA DE LA PLATA, S.A.
VARIO A31, S.A.
<b>SEGUROS</b>
CAJA DE SEGUROS REUNIDOS, CÍA DE REASEGUROS, S.A.
<b>ENTIDADES DE FINANCIACION</b>
IM AURIGA PYMES EUR 1, F.T.A.
IM FORTIA 1, FONDO DE TITULIZACIÓN
<b>COMERCIO Y OTROS SERVICIOS</b>
EL CORTE INGLÉS, S.A.
ESTACIONAMIENTOS Y SERVICIOS, S.A.U.
GRUPOPIKOLIN, S.L.
SIDECU, S.A.
<b>NUEVAS TECNOLOGÍAS</b>
ZELTIA, S.A.

Fuente: Bmerf

### 3.2.4 Agencias de calificación

Diferentes agentes que forman parte del MARF cuentan con más importancia de la que se puede percibir a simple vista.

Como ya hemos mencionado, los asesores registrados serán los encargados de ayudar a las empresas durante su proceso en el MARF, pero su función cobra mayor importancia, ya que gracias a ellos existe la posibilidad de formar a las empresas para dotarles de la información necesaria sobre los mercados para eliminar las barreras que existen entre estos dos agentes (empresas y mercado/inversores), fomentando así la confianza de las PYMEs a la hora de acceder a los mercados.

A su vez, las agencias de calificación también tienen un gran papel en el mercado, ya que gracias a ellas los inversores ganan confianza en el mismo. Los ratings otorgados a las empresas del mercado cobran una gran importancia en esto, y una empresa de calificación profesional y confiable es un factor que muchas empresas valoran, ya que cuentan con la seguridad de que los ratings otorgados son reales, lo que les proporciona confianza a la hora de invertir en la empresa elegida.

En lo que al MARF respecta, la agencia de calificación de mayor importancia y la que ha sido la encargada de otorgar la mayoría de las calificaciones a las empresas emisoras es Axesor.

Como veremos en el siguiente capítulo, a fecha de 30 de Junio de 2017 existen 28 emisiones de bonos y obligaciones en circulación. Axesor ha sido la encargada de calificar 23 de esas 28, tal y como vemos en la figura 4.

**Figura 4. Calificaciones de emisiones en circulación.**

Descripción de la emisión						Calificación crediticia	
ISIN	Cód.	Emisor	Serie	Cupón	Fecha vto.	Rating	Agencia
ES0305039002	BS	AUDAX		5,750%	29/07/19	BBB- estable	Axesor
ES0376156006	BS	COPASA		7,500%	19/12/18	BB positivo	Axesor
ES0205037007	BS	EYSA		6,875%	23/07/21	BB estable	Axesor
ES0305031009	BS	ORTIZ		7,000%	03/07/19	BB estable BB- estable	Axesor Scope
ES0305041006	BTN	IM AURIGA PYMES EUR 1		VBLE	22/01/22	A-af BBsf	Creditreform Axesor
ES0205052006	OS	VIARIO A31		5,000%	25/11/2024	BBB estable	Axesor
ES0276156009	OS	COPASA		7,000%	19/12/2020	BB positiva	Axesor
ES0305063002	BS	SIDECU		6,000%	18/03/2020	BB	Axesor
ES0205072004	BS	GRUPOPIKOLIN		5,000%	27/05/2025	BB estable	Axesor
ES0205072012	BS	GRUPOPIKOLIN		4,500%	27/05/2022	BB estable	Axesor
ES0205068002	BS	S. C. AUTOVÍA DE LA PLATA		3,169%	31/12/2041	BBB + estable	Standard & Poor's
ES0384666003	BS	MASMOVIL		5,500%	30/06/2020	BB positiva	Axesor
ES0284940006	BS	ZELTIA		4,750%	07/07/2027	BB-estable	Axesor
ES0305088009	BS	OC II, BV - GRUPO SUGAL		4,250%	27/10/2020	BBB estable	Axesor
ES0215490006	OS	CASER		8,000%	17/02/2026		
ES0205082003	OS	AUNOR		4,750%	30/06/2025	BB+	Standard & Poor's
ES0205135009	OS	GLOBASOL WILLANUEVA 1		4,200%	31/01/2037	BB-	Axesor
ES0305072003	BS	GRUPOPIKOLIN		3,750%	18/05/2021	BB	Axesor
ES0305147003	OS	SAINT CROIX		2,500%	23/06/2021	BBB estable	Axesor
ES0205147004	OS	SAINT CROIX		2,500%	23/06/2022	BBB estable	Axesor
ES0305105001	BS	TEKNIA		5,500%	05/07/2021	BB estable	Axesor
ES0205138003	OS	MASMOVIL BROADBAND		5,750%	27/07/2024	BB positiva	Axesor
ES0305088017	BS	OC II, BV - GRUPO SUGAL		3,000%	19/10/2019	BBB	Axesor
ES0305196006	BS	ELCANO		5,500%	08/11/2021	BBB- estable	Axesor
ES0205238001	OS	PLANTA SOLAR PUERTOLLANO 6, S.A.U.		3,750%	31/12/2037	BBB- estable	Axesor
ES0305249007	BTN	FONDO DE TITULACION PYMES MAGDALENA		10,40%	22/03/2041		
ES0305039010	BS	AUDAX		4,2%	02/06/2022	BBB	Axesor
ES0305258006	BTN	IM WANNA 1		6,00%	20/12/2025		

Fuente: Bmerf, 2016

Cabe mencionar a la agencia Standard & Poor's, la ha sido la encargada de calificar a las dos empresas restantes, ya que, como podemos ver, existen 3 empresas sin calificar emitiendo en el MARF.

### **3.3 MARF: Actividad**

Una vez entendido el funcionamiento de este mercado nos sumergimos directamente en la parte más difícil de este trabajo, determinar si el MARF es una alternativa de financiación viable para las PYMEs españolas.

Para realizar esta labor podemos tomar diferentes puntos de vista. Existe la posibilidad de analizar los datos ofrecidos por el mercado, es decir, cuáles son las emisiones actuales del mercado y compararlas con el número de emisiones en los anteriores años, consiguiendo analizar la evolución. Lo mismo ocurriría al estudiar las tasas de interés con las que las emisiones salen al mercado, ya que una menor tasa de interés respecto a anteriores emisiones podría significar un aumento de la confianza por parte de los inversores, debido a que estarán aceptando unas ganancias menores a anteriores años.

Por otro lado, y siendo esta una de las medidas más eficaces para conocer si se cumple el objetivo de este mercado, existe la posibilidad de comparar el MARF con el resto de mercados alternativos de renta fija antes mencionados. ¿Cuáles han sido los resultados reales del MARF?, ¿cuáles los de los demás mercados similares a él?, ¿es similar la evolución de estos mercados, o por el contrario, han existido diferencias?

Comparar los diferentes mercados nos puede dar una perspectiva clara del desarrollo real del MARF y, en el hipotético caso de que se produzca el fracaso de un mercado y la prosperidad de otro, nos facilitará descubrir cuáles son las medidas más idóneas y los pasos a seguir para construir un mercado de gran ayuda para las PYMEs.

Por último haremos un breve repaso por otras alternativas de financiación, viendo cuales son las alternativas que tienen a su alcance en caso de no poder acceder a los mercados financieros o si resultan una alternativa más rentable con la que conseguir financiación.

#### **3.3.1 Preanálisis del MARF**

No obstante, antes de pasar directamente a analizar la evolución del MARF mediante los datos haremos un alto en el camino para ver cuál es la evolución esperada de este mercado. Esto, lo realizaremos mediante el estudio de la evolución de dos mercados, el MAB y el AIAF.

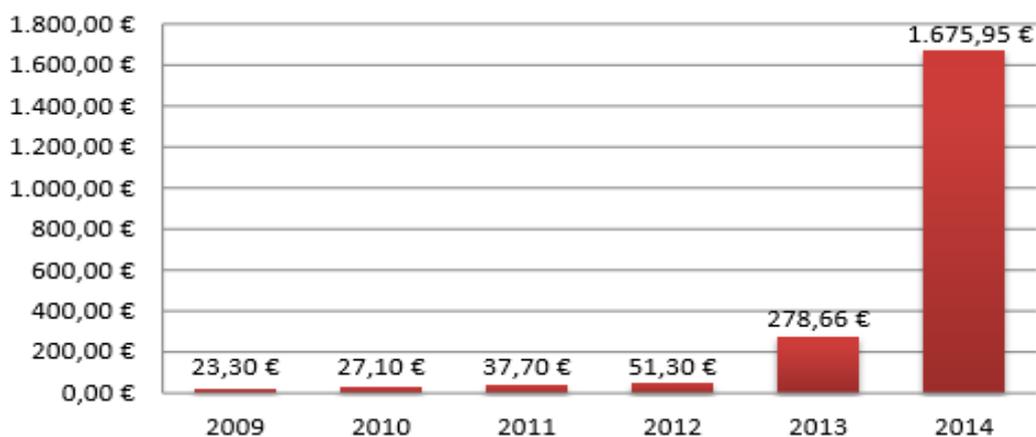
En el primer caso, la comparación es lógica, ya que el MAB y el MARF son dos mercados muy similares, siendo el tipo de instrumento que se emite en ellos la principal característica que los diferencia, por lo que en un principio, la evolución esperada del MARF es más o menos la evolución que tuvo el MAB años atrás.

En el segundo caso, la idea es analizar el AIAF, el mercado de renta fija en el que se basa el MARF, ya que estamos en mercados de deuda corporativa en ambos casos, y estudiando la evolución a lo largo de los años de la renta fija y el interés de los inversores por la misma, podremos realizar una aproximación de lo que le depara al MARF.

## MAB

Tal como muestra el gráfico, el volumen de contratación del MAB en los 4 primeros años después de su creación no sufrió ninguna variación significativa, rondando unos mínimos de 23 millones y unos máximos de 51 millones. No fue hasta el quinto año, 2013, que dio un paso adelante, pasando desde los 51 millones del año anterior hasta casi los 279 millones<sup>5</sup>.

**Gráfico 3. Volumen de contratación del MAB**



Fuente: MAB, 2015

El siguiente año se convirtió en el año con más volumen de contratación hasta entonces, dando un gran salto, ya que sumando todos los años anteriores, el nuevo volumen de contratación consiguió cuadruplicar sus cifras, llegando a un volumen total de 1.675 millones de euros.

Si observamos el gráfico 4 nos daremos cuenta de que los dos gráficos pueden tener una relación directa, ya que no son muchas las empresas que se incorporan al MAB anualmente y, por lo tanto, el volumen de negociación no sufre ningún cambio a destacar.

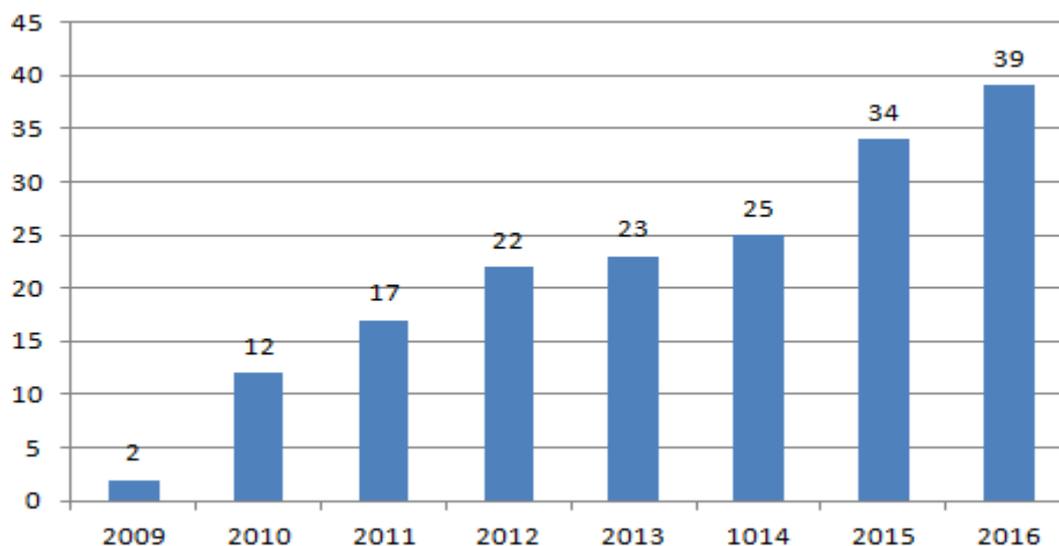
Sin embargo hay dos puntos a destacar cuando comparamos ambos gráficos. En el 2010, el MAB tiene la mayor incorporación de nuevas empresas desde su creación, 10 nuevas empresas, pero no conseguimos ver este hecho reflejado en el volumen de contratación, por lo que el segundo gráfico propone, un crecimiento activo del mercado, que se ve “contrarrestado” por lo que nos proporciona el primero.

Por otro lado, como ya hemos comentado, en el año 2014 se llega a máximos históricos en cuanto a volumen de contratación, lo cual en un principio podría suponer que era

<sup>5</sup> Debido a la falta de información ha sido imposible ver la evolución del volumen de contratación en los años 2015 y 2016. Por otra parte, la intención era complementar esta información con los datos de la evolución de la capitalización total del mercado, pero debido a un fallo en los archivos que nos ofrece Bolsas y Mercados españoles, los datos del 2014 y 2015 no están disponibles.

debido a la incorporación de un número mayor de empresas al mercado, pero nada más lejos de la realidad.

**Gráfico 4 . Número de empresas del MAB por año**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del MAB

Este volumen de contratación se originó en gran parte gracias a dos empresas, (Gowex y Carbures) las cuales, a través de sus operaciones en este mercado, abarcaron más de dos terceras partes del volumen total de ese año.

En el hipotético caso de que estas dos empresas no se encontrasen dentro de las participantes en el mercado, el MAB hubiese recogido un volumen de negociación de 452 millones de euros, lo cual supondría un crecimiento respecto al año anterior, lo cual es positivo aunque poco significativo al ser un crecimiento más lento.

## **AIAF**

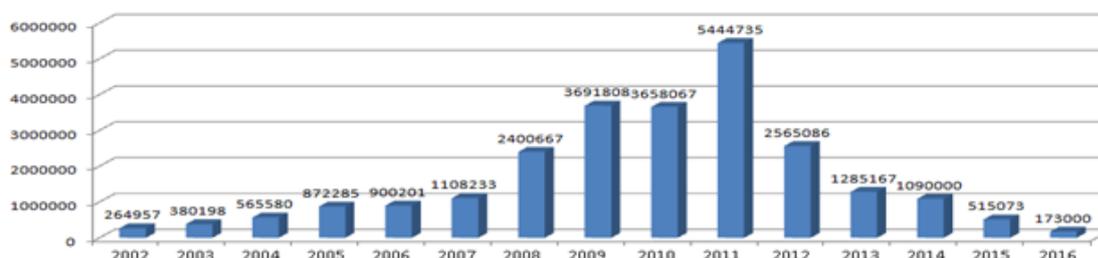
En cuanto al análisis de la renta fija española podemos analizar los importes de negociación del mercado AIAF a través de los años.

En los comienzos de este mercado podemos observar un volumen de negociación bastante tímido, lo que es normal al tratarse de un mercado nuevo. Durante los 5 primeros años, este mercado no superó los 100.000 millones de euros, siendo a partir del sexto año cuando se superó esta barrera.

Este mercado ha registrado una evolución muy positiva, consiguiendo cada año superar el importe registrado la temporada anterior excepto en los últimos años.

Si observamos el gráfico de volumen de deuda corporativa negociada, observamos, como ya hemos mencionado, una evolución ascendente, siendo curiosamente en los primeros años de la crisis en las que esta evolución más se acentúa.

**Gráfico 5. Volumen negociado en el mercado de deuda corporativa**



Fuente: BME, 2013

A pesar de que la incertidumbre se apoderaba de los mercados debido a la crisis, el mercado de deuda corporativa consiguió evitar casi por completo los primeros impactos de la misma, debido principalmente a dos razones: la gran diferencia entre los activos que originaron la crisis y los activos negociables en este mercado, y un gran abanico de productos y buena estructuración del mercado.

Sin embargo, es un año antes de la creación del MARF en el que esta evolución sufre un cambio pasando a ser una evolución descendente, alcanzando en el año 2012 un volumen de 2.565.086 millones de euros, cifra que supone una reducción del 50% respecto al año anterior, en el que se negociaron 5.444.735 millones de euros.

Esta tendencia descendente continua en el siguiente año, siendo, el volumen de negociación acumulado en el mercado de deuda corporativa de 1,28 billones de euros y el número de operaciones, de 892.269 millones, con una disminución sobre el año anterior del 50% y del 30,08%, respectivamente.

Merece mencionar, en contraposición, la evolución positiva de la deuda pública, causante del resentimiento del mercado corporativo mediante un efecto drenaje, combinados con los bajos tipos de interés que ofrece la renta fija.

En los dos siguientes años esta evolución no hace más que agravarse, llegando a un total de volumen negociado de deuda corporativa de 1.098.902 millones de euros en el año 2014, y un total de 515.073 millones en el año 2015, lo que supone una caída del 53,1% respecto al año anterior, el cual como ya sabemos, viene a su vez de otra caída.

“La acusada reducción de la prima de riesgo española durante estos últimos años viene traduciéndose en una casi total desaparición de las tensiones y la aparición de amplias ventanas de oportunidad para los emisores. La reducción de los tipos de interés y las actuaciones del Banco Central Europeo (BCE) han incrementado el atractivo del recurso al mercado de Deuda Corporativa y ha animado a diversas compañías a emitir en estos mercados, coincidiendo con una cierta dinamización de la economía española y de los nuevos proyectos empresariales. A pesar de todo, las admisiones en los mercados de BME han experimentado una reducción en línea con lo que ha venido ocurriendo en los últimos años, con un volumen de nuevas emisiones de 115.009 millones de euros en 2014, que representa una caída del 11,9% respecto al mismo período del pasado año. Si

anteriormente la razón de esta reducción del mercado primario era el proceso de desapalancamiento y desendeudamiento emprendido por las empresas españolas a raíz de la crisis financiera, en la actualidad, cuando incluso se animan a emitir en el mercado algunas empresas que no habían recurrido hasta ahora a los mercados de capitales, las razones hay que buscarlas en el proceso de deslocalización de las emisiones que se viene produciendo en nuestro país. Este desplazamiento hacia otros mercados está causando un serio deterioro en el mercado español de Deuda Privada. Por ello, es necesario dar a conocer de una forma decidida los profundos cambios normativos que se han producido en las condiciones de acceso a nuestro mercado, especialmente en el último año y medio, dotándole de mayor agilidad, de unos costes reducidos y una homogeneización respecto a cualquier otro mercado extranjero” (BME, 2014).

De este análisis del MAB y de la deuda corporativa del mercado AIAF podemos intentar hacer una aproximación a lo que le deparara al MARF, antes de entrar a realizar un análisis de la evolución hasta la fecha de este mercado que, puede resumirse en que, quizás, no sea el momento idóneo para este nuevo mercado, ya que por una parte existen pocas empresas dispuestas a acceder a él, (cerca de la treintena en el MAB), debido en parte a la situación financiera del país en las fechas de creación del MARF, y, por otra parte, debido a los acontecimientos derivados de la deuda corporativa, la cual está atravesando su peor época desde la creación del AIAF, llegando casi a alcanzar las mismas cifras que en sus dos primeros años de mercado.

Es por ello, que a primera vista, no parece que el MARF pueda aspirar a superar a su antecesor, el MAB.

Para hacerlo, serian necesarias varias mejoras en la estructura del mercado y diferentes y atractivos incentivos tanto para empresas emisoras como para inversores, así como crear un mercado totalmente nuevo, y no basado en su hermano mayor, ya que estaríamos hablando, como hemos mencionado al principio, de una copia del MAB pero con diferentes instrumentos financieros.

### **3.3.2 Análisis Bravo Capital**

Por último, antes de pasar al análisis del MARF, contamos con un análisis realizado por la empresa Bravo Capital<sup>6</sup>, la cual después de un estudio del Mercado en sus primeros años, nos proporciona datos de gran valor para nuestro trabajo.

Según el informe realizado por esta empresa, en España solo existirían 1.000 empresas capaces de emitir en el MARF debido a sus características. Estos datos resultan altamente preocupantes, ya que desmontan en gran parte la esencia del MARF. Ya no estaríamos hablando de un mercado capaz de dar financiación a la gran cantidad de PYMEs españolas, sino solo a unas pocas que cumplan con las siguientes características:

- La media de facturación de las empresas después del primer año de vida del mismo era de 605 millones de euros.
- La facturación mínima de una empresa emisora fue de 16 millones.
- El EBITDA medio de las empresas se situó en 70 millones.

---

<sup>6</sup> Bravo Capital es una empresa que ofrece diferentes alternativas de financiación a todo tipo de empresas, definiéndose a sí mismos como la alternativa privada a los mercados de capitales públicos de renta fija.

- El EBITDA mínimo para salir al MARF fue de 20 millones de euros.
- Los recursos propios de todas las empresas ascendía a un promedio de 241 millones de euros.
- El tamaño mínimo de la emisión fue de 20 millones de euros.

Si tenemos en cuenta que en España, a finales del año 2014, el número de empresas ascendía a 3.142.928, de las cuales 3.139.106 empresas eran PYMEs, vemos que la cantidad de empresas que han emitido en el MARF es insignificante y puramente simbólica, ya que de la gran cantidad de PYMEs españolas que en un principio eran el principal objetivo de este mercado, teniendo en cuenta las emisiones a corto y largo plazo, hoy en día solo han emitido alrededor de 30 empresas.

Esto es debido a que el 97% de las PYMEs españolas facturan por debajo de los 2 millones de euros, lo cual les coloca muy alejadas de los niveles de facturación medios del mercado.

Por otro lado es importante destacar, como ya hemos hecho en anteriores apartados, que las empresas necesitarán un rating, el cual determinará el nivel de riesgo que conlleva invertir en la empresa. A pesar de que para las emisiones a corto plazo este requisito no es necesario, para optar a emitir a largo plazo, todas las empresas tendrán que tener un rating mínimo.

El rating mínimo será de BB+, el cual representa el rating más pequeño que han obtenido las empresas que cotizan en el mercado ha fecha del análisis, quedando así todas las empresas con rating menores incapacitadas o con muy pocas posibilidades de emitir bonos/obligaciones a largo plazo, encontrándonos una vez más con un obstáculo para muchas empresas.

En este ámbito hay que destacar a la empresa Axesor, la cual ha sido la encargada principal de otorgar los ratings a la mayoría de empresas del Mercado.

La escala de rating aplicado por esta empresa puede apreciarse en la figura 4.

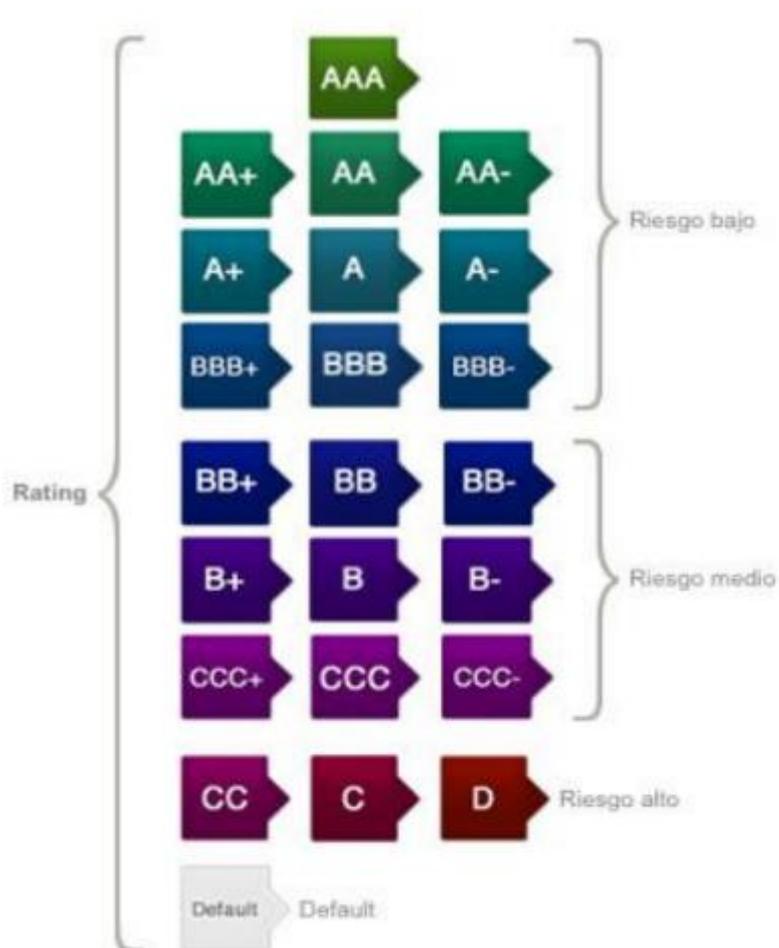
El rating AAA se traduce como una excelente capacidad para hacer frente a las obligaciones de pago por parte de la empresa, implicando el riesgo mínimo para un inversor. Por el contrario, el rating D implica una situación cercana a la insolvencia por lo que el riesgo de impago es muy alto.

Como ya hemos mencionado el rating mínimo necesario para las emisiones a largo plazo es el BB+, el cual implica un riesgo medio para el inversor, ya que aunque la capacidad de cumplimiento de las obligaciones sea la adecuada, puede darse la situación de que en un futuro no sea así.

Por tanto, a pesar de que el MARF cuenta con una regulación creada pensando en las PYMEs y que los requisitos son menos estrictos que en otros mercados, todavía existen aspectos que suponen una barrera para la mayoría de las empresas a las que, en teoría, está dirigido este mercado.

Debido a estos puntos débiles, las empresas privadas vieron una oportunidad de financiar a aquellas empresas que no disponían de la posibilidad de acceder al MARF

Figura 5. Escala de Rating de Axesor



Fuente: Axesor

Una de ellas es el anteriormente mencionado Capital Bravo. Desde esta empresa ofrecen financiación a empresas españolas valiéndose de sus accionistas, que son, principalmente, americanos, a pesar de contar también con otros socios profesionales.

Desde esta empresa aseguran ofrecer financiación a todo tipo de empresas, sin importar el tamaño o el sector al que correspondan, pero el objetivo principal son empresas que estando bien desde un punto de vista económico-financiero, por tamaño y/o situación no obtendrían la calificación de grado de inversión (Bravo Capital).

Es decir, dadas las características de estas empresas no llegarían a alcanzar el rating mínimo para poder acceder a emitir a largo plazo en el MARF, ya que el riesgo para los inversores se consideraría por debajo del óptimo.

En este caso nos encontramos con una alternativa a la financiación bancaria a la que la gran mayoría de empresas podrían acceder. Además, según Bravo Capital, su empresa ofrece algunas otras ventajas respecto al mercado público para las empresas que pueden acceder tanto al MARF como al mercado privado. Claro ejemplo de esto pueden ser las

consecuencias de exponer tu empresa al público con todo lo que ello conlleva: posible adjudicación de un rating no del todo favorable, publicación de información que en ocasiones puede resultar sensible para la empresa, preparación de documentación compleja...

La documentación requerida para acceder a una empresa privada es, en cambio, muy similar a la que pediría un banco, por lo que es información de la que le empresa tiene una disponibilidad total, sin necesidad de tener que elaborarla.

Además, Bravo Capital apoya la financiación de las empresas de diferentes maneras :

- Mediante la financiación directa.
- Mediante la cesión de créditos.
- Mediante el confirming.

Gracias al preanálisis realizado y a los datos obtenidos de los primeros años del MARF por parte del análisis de Bravo Capital, podemos hacernos una idea de cuál es la posible evolución del MARF, a la vez que sabemos qué tipo de empresas son las que tienen la oportunidad de financiarse mediante este mercado, lo que nos permite pasar a analizar los datos que nos ofrece este mercado.

### **3.3.3 Comparación interna del mercado**

Desde la creación del MARF, la tasa de interés a la que las empresas han logrado emitir ha variado notablemente. Esto puede ser debido a diferentes factores: la empresa en sí, es decir, la reputación de la empresa en la que se está invirtiendo, donde se entiende que a mayor reputación, los inversores estarían dispuestos a aceptar una menor tasa de interés, la situación económica o la confianza en el mercado en sí mismo.

La tasa de interés es susceptible de variaciones debido a estos factores, ya que a peor situación económica, mayor será la rentabilidad deseada por los inversores, y, a su vez, a mayor confianza en el mercado menor será la rentabilidad que estarían dispuestos a aceptar los inversores debido a que la percepción de riesgo sería menor.

La primera emisión de la historia del MARF, emitida por Copasa, se realizó a una tasa del 7,5% de interés, cifra bastante representativa de la situación económica de la época y de las circunstancias, ya que la primera emisión a un mercado siempre representa unas grandes incógnitas (Bmerf).

Las siguientes emisiones realizadas a lo largo del año 2014 constaron de cifras cercanas al 7%, con alguna excepción en las que esta cifra estuvo en torno al 5% (Bmerf).

Teniendo como objeto de análisis únicamente la tasa de interés, estamos ante una evolución muy positiva, la cual tiene como significado principal el incremento de la confianza de los inversores hacia el mercado y las empresas emisoras del mismo.

En cuanto a los años 2015 y 2016, estas tasas de interés han disminuido notoriamente, llegando a las tasas mínimas del 2,5%. Estos datos nos conducen directamente a la conclusión de los años anteriores, lo que implicaría un correcto funcionamiento de este

mercado y una buena evolución, es decir, el éxito del MARF.

Sin embargo, la disminución de las tasas de interés de una sola o unas pocas empresas no significa que la media de las tasas de interés haya disminuido. Cabe la posibilidad de que esta situación también se deba a la empresa que ha realizado la emisión, ya que en caso de tratarse de una empresa de prestigio y que infunde una gran confianza en los inversores, estos, estarían dispuestos a aceptar unas tasas menores de interés.

Por ello, es importante hacer un seguimiento de la media de los intereses año por año, para así poder ver cuál es la verdadera evolución de la misma.

**Tabla 1. Cupón medio anual de las emisiones de bonos y obligaciones en el MARF**

	2013	2014	2015	2016	2017
Cupón medio	7,50	6,325	4,783	4,50	4,4

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del MARF

Como vemos, el cupón medio anual desciende cada año, lo que supondría, como ya hemos dicho, una mayor confianza en el mercado por parte de los inversores combinada con una recuperación económica del país.

Tal y como se aprecia en la tabla, el cupón medio se ve disminuido anualmente no solo por el efecto de una o pocas empresas, las cuales, con su baja tasa de interés conseguirían alterar la media de interés anual, sino por la participación de todas ellas, ya que son generalmente todas las empresas las que han conseguido reducir sus tasas anualmente, a excepción de unas pocas emisiones, como es el caso de Aunor, que después de que el mercado hubiese alcanzado unas tasas mínimas de 2,50% de interés, salió al mercado con un interés del 8,00% o IM Wanna, la cual, siendo la última empresa emisora del MARF, ha salido al mercado con una tasa de interés del 6,00%.

Sin embargo, a pesar de que la tasa de interés mínima haya logrado bajar del 3% de interés, son muy pocas las emisiones que se acercan a este valor. Dejando de lado a Saint Croix Holding, la cual es la empresa que ha logrado un interés del 2,5% en dos de sus emisiones, tenemos que retroceder al tercer año de mercado para encontrar la primera emisión cuyos intereses se sitúen cerca del 3%. Así, en el 2015 fue la Autovía de la Plata la que consiguió emitir deuda al 3,169% de interés. En los dos siguientes años, solo otras tres empresas se han situado cerca de estos valores, Grupo Sugal con un 3% de interés, Plata Solar Puertollano con un 3,75% y Ekondakin con un 3,662% de interés.

Estas dos últimas son emisiones lanzadas en el 2017, lo cual podría ser señal de un buen año en lo que a intereses se refiere en el MARF.

Por otro lado, las demás emisiones a largo plazo lanzadas en este mercado se sitúan entre en 4% y 5%, siendo estas cifras las más recurrentes en el mercado.

Teniendo en cuenta todas las emisiones lanzadas en el MARF desde su creación, la media de tasa de interés se sitúa en un 5,0013%. Como hemos dicho, la media se encuentra dentro de las tasas de intereses más recurrentes en las emisiones de este

mercado. Aún y todo, esta cifra sería algo más baja de no ser por la primeras emisión realizadas en este mercado, especialmente por las dos primeras, las cuales dada la incertidumbre que puede representar la inversión en un nuevo mercado y la influencia de la mala situación económica del país, se situaron muy por encima de las emisiones realizadas desde el 2015 hasta la actualidad, representando dos picos que influyen en el cálculo de la media de la tasa de interés.

Por otro lado, son 6 las empresas que han realizado más de una emisión, Copasa, Audax, Pikolin, Grupo Sugal y Saint Croix Holding logrando en la mayoría de los casos la misma tasa de interés o menor a la lograda en la primera emisión, menos en el caso de Pikolin, empresa que mediante su primera emisión logró una menor tasa de interés que en su siguiente emisión al mercado.

Sin embargo, estas cifras descendientes podrían estar marcadas por otras causas externas ajenas al mercado, ya que estos años coinciden con los de la recuperación económica de España, lo cual adulteraría directamente las tasas de interés, ya que la confianza en el mercado y la buena evolución del mismo ya no serían los únicos factores a tener en cuenta a la hora de estudiar la tasa de interés.

Por ello nos vemos en la necesidad de estudiar otro factor del mercado para corroborar si la tasa de interés decreciente es debido a la eficacia del mercado.

Para esto es interesante observar el número de empresas que acuden al mercado. En teoría el número de empresas interesadas en buscar financiación mediante el MARF debería crecer cada año, teniendo en cuenta el crecimiento económico del país y de Europa.

Como hemos visto en la figura 3, actualmente en el MARF hay 28 empresas emisoras, las cuales se reparten entre emisoras a largo plazo (Bonos y/o obligaciones) y emisores a corto plazo (pagarés)

A su vez, analizando el gráfico 6, vemos que sin tener en cuenta el primer año de mercado, las empresas emisoras han crecido en proporciones muy similares. Así, en el año 2014, al igual que en el 2015, se incorporaron 6 nuevas empresas emisoras. En el 2016 fueron siete más las que accedieron al MARF, una más que en los anteriores años. Por último, vemos que en el 2017 han accedido 4 empresas más, por lo que si el mercado sigue con esta tendencia se puede esperar superar las cifras de años anteriores. Esto hace un total de 24 empresas emisoras a largo plazo, por lo que las otras cuatro empresas emisoras ( El Corte Inglés, Maxamcorp Holding, Adveo y Barceló) se centran únicamente en la emisión a corto plazo (pagarés).

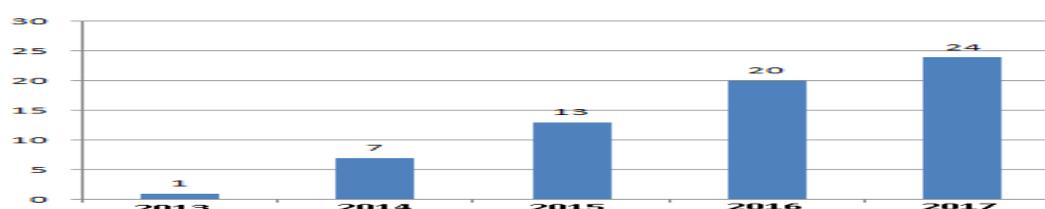
A pesar de que las tasas de intereses sean cada vez menores, no lo vemos reflejado en el acceso al mercado por parte de las empresas, ya que como ya hemos mencionado, este es similar cada año, y no crece en la medida que la tasa de interés disminuye, por lo que a pesar de que el mercado cada vez logre mejores resultados, no consigue atraer a las PYMEs.

**Tabla 2. Históricos y tasas de interés en el MARF**

Año	Empresa emisora	Tasa de interés
2013	Copasa	7,50%
2014	Ortiz Eysa Audax Viario A31 Copasa	7,00% 6,875% 5,75% 5,00% 7,00%
2015	Sidecu Autovía de la Plata Pikolin Pikolin Masmovil Zeltia Grupo Sugal	6,00% 3,169% 4,50% 5,00% 5,50% 4,750% 4,250%
2016	Saint Croix Holding Saint Croix Holding Grupo Sugal Caser Aunor Globasol Pikolin Teknia Masmovil	2,50% 2,50% 3,00% 4,25% 8,00% 4,750% 5,50% 5,75% 4,20%
2017	Planta solar Puertollano Audax Energía Ekondakin IM Wanna	3,75% 4,20% 3,662% 6,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del MARF

**Gráfico 6. Empresas emisoras a largo plazo en el MARF por año**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del MARF

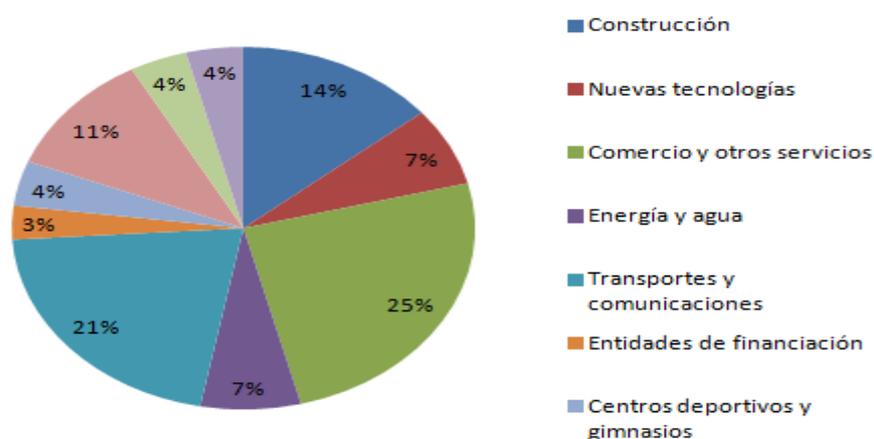
Queda claro que a pesar de que varias empresas consiguen financiarse, el MARF no logra cumplir con el objetivo de ofrecer financiación a las empresas de tamaño medio real, ya que las que consiguen financiarse, a pesar de no ser en su mayoría empresas grandes, tienen un tamaño considerable.

Estas empresas emisoras están divididas en 12 sectores, siendo las empresas pertenecientes al sector de transportes y comunicaciones las más presentes en este mercado, seguidas por las empresas pertenecientes a los sectores de comercio y otros servicios y metal mecánica.

Por el contrario, los sectores que cuentan con menos empresas son: nuevas tecnologías, seguros, alimentación y químicas, ya que solo una empresa de este sector se ha animado a emitir en el MARF.

Sin embargo, la presencia de más empresas de un sector dentro del mercado no implica que este sector tenga más peso que otro, ya que como hemos visto en el caso del MAB, puede que la emisión de una sola empresa implique más de la mitad de emisiones totales del mercado.

**Gráfico 7. Número de emisiones en circulación por sector**



Fuente: AFiMarf, 2016

En el caso del MARF, tomando como referencia los datos del 2015, vemos que el número de emisiones por sector se corresponde con lo anteriormente dicho, ya que los sectores con más empresas son los que más presencia tienen.

Así, vemos que el sector líder y de más peso en el año 2015 fue el sector de comercio y otros servicios, estando compuesto por cuatro empresas, uno de los sectores con más empresas cotizando en el MARF.

Por otro lado, las dos empresas líderes en lo que al activo se refiere son Copasa y Ortiz, superando las dos los 600 millones de euros, y en el caso de Copasa, situándose muy cerca de los 700 millones.

En cuanto al resto de empresas, la gran mayoría tendría un activo entre 100 y 300 millones, siendo solo la empresa Pikolin la que superaría la franja de los 400 millones.

Por ello, debido a que Copasa y Ortiz, dos empresas pertenecientes al sector de la construcción, cuentan con un activo tan superior a la mayoría de las empresas emisoras del Mercado, lograron representar un 14% del total de emisiones en circulación del año 2015 (Afimarf, 2016).

### 3.3.4 Comparación con otros mercados públicos a nivel europeo

La comparación del MARF con otro mercado europeo de similares características es la manera más objetiva de analizar este mercado, ya que estos han sufrido y se han encontrado con obstáculos similares, dada la situación de la economía europea desde el año 2008.

Como primer mercado a comparar tenemos el ABM noruego, el pionero en este tipo de mercados.

Analizaremos diferentes factores de este mercado pero pondremos principal atención en dos de ellos; el número de transacciones totales y el número de emisores en el ABM por año.

**Tabla 3. Número de emisores del NORDIC ABM**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NºEmisores	16	96	139	146	135	151	159	165	187	234	243

Fuente: Elaboración propia a partir de de los datos de Nordic ABM

En la tabla podemos apreciar la evolución del número de emisores a lo largo de los años. Empezando con tan solo 16 emisores, este mercado ha logrado captar la atención de muchas empresas, aumentando año tras año las entidades interesadas en emitir en él.

Por ello, y tal y como se ve en la tabla, los últimos datos del 2015 indican que 243 empresas accedieron a financiación mediante este mercado.

**Tabla 4. Número de transacciones realizadas en el NORDIC ABM**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NºTransacciones	57	943	2603	3738	4345	5866	6880	8472	12948	13694	11387

Fuente: Elaboración propia a partir de de los datos de Nordic ABM

Otra vez podemos apreciar una tendencia creciente, esta vez en lo que al número de transacciones se refiere. En las dos tablas vemos que el segundo año es un punto importante, ya que en las dos ocasiones es el año en el que más ha aumentado el número tanto de emisores como de transacciones.

A partir del año 2008, teniendo presente que nos adentramos directamente en época de crisis, no se muestran signos de debilidad. Parece que los inversores no perdieron la confianza en el mercado, ya que continúa con su evolución normal teniendo en cuenta la

tendencia de años anteriores.

En esta situación, nos encontramos con que los últimos datos reportan una cantidad de 11.387 transacciones en el año 2015. Este es un dato curioso, ya que teniendo en cuenta que la economía empieza a recuperarse sobre este año, la lógica indica que los inversores deberían ganar más confianza en las empresas emisoras, y por lo tanto, invertir más en ellas, pero, por el contrario, nos encontramos con más de dos mil transacciones menos realizadas con respecto al año 2014.

Una posible respuesta a esta disminución de transacciones puede ser el efecto que causa la banca en las empresas. ¿Es posible que, en una época de recuperación económica y, por lo tanto, con mayor flexibilidad bancaria, las empresas opten por financiarse vía banca antes que mediante los mercados?

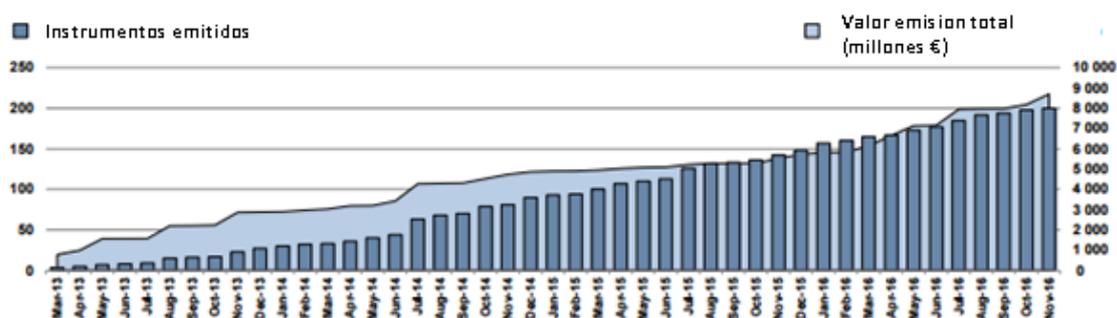
Por desgracia, el mercado noruego no aporta datos concretos de los tipos de interés aplicados a cada emisión, por lo que contamos con menos herramientas para analizar la evolución de las mismas, y solo podemos deducir la confianza de los inversores a través del número de transacciones realizadas año tras año.

Podemos apreciar unos números bastante elevados respecto al MARF, lo que podría sugerir una falta de eficiencia en este último, pero por otro lado vemos que estas cifras tampoco son significativas, ya que carecen de la suficiente fuerza para cambiar el sistema de financiación a nivel nacional y europeo.

Es decir, a pesar de que muchas empresas han logrado la financiación necesaria mediante este mercado, no son las suficientes para lograr cambiar las costumbres de financiación tan arraigadas en las PYMEs.

Nos encontramos con un caso similar en el mercado italiano, que del mismo modo que el noruego presenta una mejor evolución que el MARF, si bien no se encuentra a la altura del mercado noruego, como podemos apreciar en el siguiente gráfico.

**Gráfico 8. Emisiones lanzadas y valor de emisión en el mercado italiano**



Fuente: [borsaitaliana.it](http://borsaitaliana.it)

Si analizamos las emisiones lanzadas y su valor de emisión, existe una evolución creciente tanto en emisiones como en el valor de las operaciones, siendo muy pocos los meses en el que al menos uno de estos factores disminuye respecto al mes anterior.

En tan solo los tres años y medio de vida, el mercado italiano logra realizar 200 operaciones a través de 132 emisores (BorsaItaliana, 2016).

Nos encontramos, por tanto, ante una situación similar a la española, con una evolución creciente pero a pasos considerablemente pequeños.

Según datos oficiales del ExtraMOT PRO obtenidos en su página web, cada mes acceden a este mercado una media de dos empresas, lo cual significaría un total de aproximadamente 24 nuevos emisores al año, cantidad muy inferior a la que refleja el mercado noruego, y a su vez superior al mercado español.

Por lo tanto, estamos ante un mercado de mayor dimensión que el MARF, que ha logrado atraer a un mayor número de entidades, pero que una vez más, es un mercado poco significativo, ya que no logra el objetivo de cambiar los hábitos de financiación de la pequeña y mediana empresa.

Por otra parte, y dejando de lado la imposibilidad de cambiar el sistema de financiación de las PYMEs mediante este mercado, hay que remarcar una vez más la mayor eficiencia del mercado italiano respecto al mercado español, lo que nos daría pistas de un mal funcionamiento del MARF, que necesitaría un replanteamiento para, al menos, poder acceder a los niveles tanto de emisores como de volumen de operaciones que presentan otros mercados.

En el caso del Alternext, en su primer año consiguió incluir en sus filas a ocho emisores. Dada la juventud de este mercado en el año 2013, estos datos no eran significativos y ha sido necesario esperar a ver su evolución real. Así, 4 años después, a fecha de enero de 2017, este mercado cuenta con 179 empresas emisoras de instrumentos con carácter público <sup>7</sup> (Euronext, 2016).

Por tanto, observamos un mayor número de empresas emisoras que en el mercado español, al igual que en los anteriores mercados analizados, lo que podría significar una mayor eficiencia, mejor regulación y/o la existencia de unas mejores ventajas e incentivos que en el MARF

En el caso del BondM alemán, nos encontramos ante un mercado con unas características similares en cuanto a número de emisores ya que, a mediados de 2015, este mercado contaba con 149 empresas emisoras, cifra que se acerca más a las del mercado español.

**Tabla 5. Número de emisiones y cupón promedio en el BondM alemán**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Emisión de bonos	21	46	43	49	30	5	194
Cupón promedio	6,50	7,25	7,25	7,88	7,25	7,00	7,25

<sup>7</sup> Por desgracia, dada la falta de información tanto en español como en inglés, no podemos analizar más profundamente otros aspectos de este mercado, tales como el tipo de interés al que se realizan las operaciones, el número de operaciones o el valor medio de las emisiones del mercado.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Scope Ratings, 2015

Sin embargo, apreciamos una evolución negativa en lo que al cupón promedio se refiere, ya que desde el 6,5% obtenido en el año 2010 ha tenido una tendencia al alza hasta el año 2013, alcanzando un 7,88%. En los dos años siguientes este cupón ha mostrado unos valores que no permiten definir una tendencia clara.

Al contrario que en el caso del MARF, mercado en el que los intereses consiguen situarse casi cada año más bajos respecto al año anterior, nos encontramos con lo que parece una pérdida de confianza de los inversores en el mercado, que cada vez aumentan los tipos de interés que estarían dispuestos a aceptar. Sin embargo parece que esta tendencia llega a su fin, al conseguir reducir el cupón promedio por dos años consecutivos, aunque aún están lejos de los valores del 2010.

Esto se puede deber en parte a la cantidad de impagos que ha registrado este mercado. Gracias a los datos obtenidos de la página de la Bolsa de Stuttgart, podemos destacar que el mercado no ha registrado ningún impago en el año 2010. De ese año en adelante el BondM registró un caso de impago en el año 2011, 5 en el 2012, 9 en el 2013, 13 en el 2014 y 2 hasta abril de 2015, llegando a un total de 30 casos de impago de bonos.

En total, entre los años 2010 y 2015 han existido 30 casos de impagos corporativos e impagos específicos de emisión de bonos, lo que supondría un total de 1 billón de euros en impagos, de un total de 7 billones invertidos en el mercado.

Estos números suponen un 17% de media de impagos en relación al número de emisiones lanzadas al mercado, convirtiéndose en un porcentaje demasiado alto en comparación a otros mercados de las mismas características a nivel europeo.

Como consecuencia directa de esta situación, nos encontramos con la significativa caída de un 39% en la emisión de bonos registrada entre los años 2014 y 2015, lo que supondría un 53% menos en cuanto a volumen de negocio respecto a años anteriores. Sumergidos en esta situación, son muchas las emisiones de bonos que son canceladas tanto antes de su propia emisión al mercado como durante la misma fase de emisión.

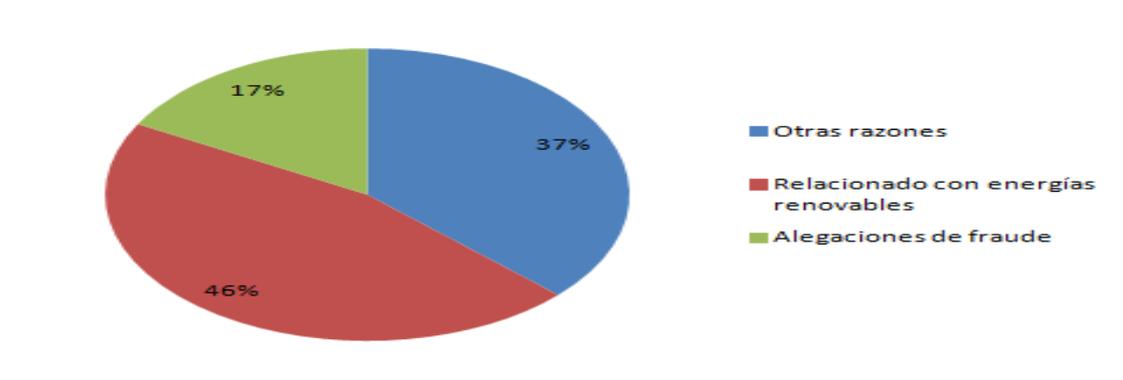
En un principio, las razones de los impagos ocasionados en este mercado no son objeto principal de estudio de este trabajo, pero pueden servir de ejemplo de los factores a evitar por otros mercados europeos de las mismas características, a la vez que puede aportar muchas ideas para mejorar dichos mercados.

Los impagos son ocasionados debido a dos fuentes distintas: los emisores de deuda y la organización del mercado. Es importante diferenciarlas, ya que las soluciones varían en función de cual sea la causa, pudiendo, en caso contrario, llegar a conclusiones erróneas en cuanto al desarrollo del mercado.

Dejando a un lado la principal causa de impagos de este mercado, debido a un sector específico de la economía, concretamente el sector de las energías renovables alemanas, la cual no es fácilmente extrapolable a otros mercados europeos, la otra causa con mayor peso es el fraude cometido por las empresas emisoras.

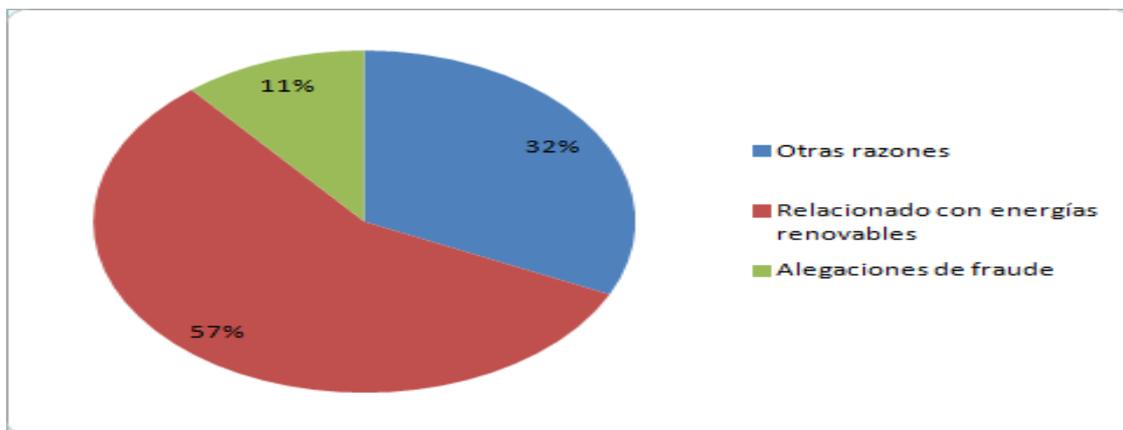
Tal como se aprecia en el gráfico, el 17% de las causas de impago totales se producen debido a los fraudes cometidos, lo que representa en términos de volumen de bonos totales emitidos un 11%.

**Gráfico 9 . Razones de impago en el mercado alemán por número de bonos**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos Scope Ratings, 2015

**Gráfico 10. Razones de impago en el mercado alemán por volumen de emisión**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos Scope Ratings, 2015

Hemos de aclarar que cuando hablamos de fraude, nos referimos a la presentación de los libros financieros, habiendo ocultado, modificado o incluso añadiendo información no real, para así poder acceder y/o continuar teniendo las características necesarias para permanecer en el mercado.

Estamos ante el primer factor que requiere de nuestra total atención debido a que es un problema que fácilmente se podría replicar, y de hecho ya se ha replicado en España, por ejemplo, en el caso del MAB. Se puede ver otra vez la gran importancia del papel de las agencias de calificación y la necesidad de ser exhaustivas y eficaces en su trabajo para evitar todo tipo de engaños.

De hecho, esto tiene relación con otro de los problemas que han creado los impagos, el cual está incluido dentro del 37% que recoge otro tipo de razones. Estamos hablando de la calificación indebida de algunas empresas participantes en el mercado, que eran más débiles de lo que su calificación representaba. Debido a esto, existen casos dentro de este mercado en los que la calificación de una empresa emisora ha pasado de BB+ a B+.

Debido a los problemas surgidos, se han planteado diferentes respuestas con la intención de volver a llevar al mercado a un crecimiento próspero.

Como es lógico, la confianza de los inversores se vio muy afectada, siendo a partir de entonces mucho más selectivos a la hora de invertir en una u otra empresa. Por ello, como ya hemos mencionado anteriormente, muchas emisiones se cancelaron debido a la falta de inversores interesados en las mismas.

Así, observamos que las emisiones exitosas realizadas después de la pérdida de confianza hacia este mercado, han sido emisiones que, en su mayoría, cumplían una serie de características:

- 1- Son emisiones realizadas por grandes empresas.
- 2- Emisiones realizadas por antiguos emisores del mercado que han logrado volver a ganarse la confianza de los inversores a través de una mejoría en sus resultados financieros.
- 3- Emisores procedentes de sectores con menor riesgo crediticio.

Por otra parte, todas estas emisiones y el regreso de gran parte de la confianza respecto a las empresas es gracias a una mayor protección crediticia mediante un endurecimiento del mercado en cuanto a control y exigencias, el cual se ha visto considerablemente mejorado después de la primera crisis de este mercado.

En el caso del MARF, a fecha de enero del 2017, existen 26 empresas emisoras. Si analizamos estas empresas una por una, nos encontramos con que ninguna de ellas es pequeña. Este mercado se compone de dos tipos de empresas: empresas medianas y empresas grandes. Estos datos conducen a dos grandes conclusiones sobre el MARF.

Por un lado, vemos la inviabilidad de éste para financiar a empresas pequeñas y, por el otro, observamos que una parte de las empresas que sustentan este mercado y que participan en él son empresas grandes, es decir, empresas a las que, en un principio, no está dirigido el mercado.

Concretamente, de los 26 emisores del MARF, excluyendo una empresa de la que nos ha sido imposible encontrar datos concretos, pero que por lógica debería ser mediana al pertenecer a una empresa familiar, contamos con 0 empresas pequeñas, 17 empresas medianas y 8 empresas grandes.

Eso implica que el 32% de los emisores del mercado lo componen empresas grandes, por lo que este mercado está consiguiendo financiar a empresas que a priori, podrían acceder a otros mercados para poder financiarse y a las que, como hemos mencionado antes, no está destinado el MARF.

Una vez más, observamos que el mercado es eficaz a la hora de conseguir financiación para empresas con ciertas características específicas, las cuales distan de las que en un principio afirmaban ser más flexibles para las PYMEs españolas.

De hecho, la facturación media por año de las empresas emisoras del MARF ronda los 3.000.000 de euros, cifra difícilmente alcanzable por la mayoría de empresas pequeñas españolas, por lo que volvemos a ver cómo se les cierran las puertas a este tipo de

empresas.

A pesar de que los datos no sean muy esperanzadores, estamos ante una situación prevista que entra dentro de lo que altos cargos de este mercado consideran una evolución correcta, ya que como ya hemos mencionado anteriormente, esta vez corroborado por entidades como Axesor y IEB, a fecha de nacimiento del MARF, solo existían 780 PYMES capaces de emitir en el.

Por ello, para comprobar si esta falta de pequeñas empresas en el MARF es una característica propia de este mercado, o se trata de una característica común de los mercados alternativos de renta fija o similares, es importante comparar estos datos con los de otro mercado, por ejemplo, el mercado noruego.

Gracias a los datos obtenidos mediante la página web oficial de la bolsa Noruega, sabemos que en el Nordic ABM más del 60 % de empresas son empresas grandes, las cuales representan el motor de este mercado, siendo en su mayoría empresas del sector bancario. Las Pymes se encuentran en un segundo plano en este mercado, ya que a pesar de que sea un mercado dirigido a ellas, son muy pocas las PYMEs que cotizan en el Nordic ABM.

Otra vez más, nos encontramos con la misma situación que en el caso del MARF, ya que este mercado está financiando a empresas que podrían acceder a financiación mediante otro tipo de mercados, los cuales encuentran en este tipo de mercados una gran oportunidad de financiación gracias a su flexibilidad y facilidad al momento de acceso.

Aun así, a pesar de que son muy pocas las PYMEs que cotizan en este mercado, estamos ante un dato significativo, ya que implicaría la posibilidad de que este tipo de empresas accedan al mercado, situación que como ya hemos visto no se da en el mercado español.

Para saber cuáles son los factores concretos que determinan esta posibilidad de acceso al mercado haría falta una comparación exhaustiva y detallada, pero a simple vista destaca lo que podría ser el factor clave: la emisión mínima.

Está claro que este no es el único factor capaz de determinar la viabilidad de un mercado, pero si es el más representativo, y cobra más importancia que casi cualquier otro, dejando levemente de lado incluso la facilidad y flexibilidad que ofrece este tipo de mercado a las empresas y a las PYME en especial.

Es cierto que la facilidad de acceso al mercado y la flexibilidad que ofrecen son factores que representan un atractivo añadido, y pueden llegar a decantar la decisión de muchas empresas, pero estos deberían estar respaldado por un gran número de inversores dispuestos a confiar en las PYME, lo que supondría tener oportunidades reales de financiación. Es decir, la flexibilidad y la rapidez propias de este tipo de mercados representan un valor añadido dentro de los mismos, no su característica principal.

En la tabla 4 se compara a grandes rasgos el MARF y el mercado noruego, la cual nos permitirá observar rápidamente cuales son las principales diferencias, facilitándonos dar el primer paso en la distinción de las claves para una evolución positiva de este tipo de

mercados.

**Tabla 6. Comparación MARF vs Nordic ABM**

	MARF	NORDIC ABM
Emisión mínima	100.000€	55.000€
Tipo de inversores	Profesionales	Minoristas y profesionales
Incentivos	Si	Si
Sector dominante	Comercio y otros servicios	Sector bancario

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Bmerf y Oslo Börs

### 3.3.5 Otras alternativas de financiación

Por último, y dado que nuestro objetivo es tratar de analizar la idoneidad del MARF para financiar las empresas, es decir, averiguar si realmente es viable y hasta qué punto, es necesario no solo compararlo con otros mercados o el sistema bancario o los mercados privados, sino también con otros sistemas de financiación diferentes a los que las PYMEs podrían recurrir.

En este contexto contamos con diferentes opciones.

- *Crowdfunding*

Dada la actual evolución del uso de Internet y las redes sociales, en los últimos años se ha popularizado una nueva forma de financiación, el crowdfunding, el cual consiste precisamente en conseguir recursos gracias a la red.

Gracias a este método de comunicación masivo se nos permite llegar a muchas personas diferentes, las cuales pueden estar interesadas en nuestro proyecto.

La clave de este modo de financiación, es que los inversores no asumen grandes riesgos, ya que la empresa o las personas que buscan capital en la red no están en busca de un gran inversor, sino detrás de muchos inversores que hagan aportaciones mínimas, es decir, micro-inversiones.

Así, ambas partes tienen la sensación de poder conseguir grandes beneficios a bajo coste, ya que si el proyecto fracasa, las pérdidas de los inversores serán mínimas, pero en caso de éxito, los beneficios pueden ser mucho mayores a lo que en un principio aportado para apoyar la causa (Rivera, 2012).

- *Business angel*

Según Aeban, la asociación de redes de *Business Angels* en España, un *Business Angel* se podría definir de la siguiente manera:

“Un *Business Angel* es un individuo que toma sus propias decisiones de inversión y que aporta su propio dinero, y en ocasiones su tiempo, a empresas no cotizadas promovidas por personas que le son ajenas. Aunque invierte en cualquier etapa del desarrollo, el *Business Angel* desempeña un papel fundamental en la creación de empresas

innovadoras al apoyar a los emprendedores en las fases iniciales del ciclo de vida de sus empresas”.

Hay muchos tipos de *Business Angels* por lo que es difícil tratar de definirlos, pero estas son las características comunes que cumplen la mayoría de ellos (Aeban):

1. Invierten su propio dinero.
2. Toman sus propias decisiones de inversión.
3. Siempre invierten en empresas con las que no tienen ningún tipo de relación.
4. A pesar de que no en todos los casos se cumpla, su objetivo es ganar dinero, invirtiendo en empresas con buena proyección o en proyectos prometedores.

- *Créditos ICO*

Especial mención entre estas alternativas merecen los créditos ICO. Antes de entrar directamente a analizar este método de financiar las PYME es necesario saber que es el ICO.

“El instituto de Crédito Oficial es un banco público con forma jurídica de entidad pública empresarial, adscrita al Ministerio de Economía, Industria y Competitividad a través de la Secretaría de Estado de Economía y apoyo a la Empresa” ( ICO).

En cuanto a su misión, según lo que podemos encontrar en la página oficial;

“Sus funciones son principalmente promover las actividades económicas que contribuyan al crecimiento, al desarrollo del país y a la mejora de la distribución de la riqueza nacional. En especial, aquellas que por su trascendencia social, cultural, innovadora o ecológica, merezcan una atención prioritaria”.

El ICO cuenta con líneas específicas que se adaptan a cada situación, teniendo entre ellas, por ejemplo, ICO empresas y emprendedores. En esta línea se ofrecen préstamos para impulsar el desarrollo tanto de las pequeñas empresas que necesitan de financiación, como otras muchas que necesitan llevar a cabo ciertos proyectos o simplemente necesitan liquidez.

Estos créditos suelen tener un tipo de interés más bajo que las que nos pueden ofrecer los mercados y, gracias a las diferentes líneas que nos encontramos dentro del ICO podemos acceder a la que más se amolde a las necesidades de la empresa, por lo que contamos con una flexibilidad que no tenemos en el mercado.

Dichas líneas podrán ser más flexibles y adaptarse a cada caso dentro de ciertos límites.

- *Capital externo y SCR*

En este método de financiación, la empresa va obtener recursos a cambio de la propiedad.

Se considera un método muy beneficioso ya que a cambio de una parte de la empresa, es posible conseguir llevar a cabo los proyectos de la empresa o solucionar diferentes

problemas.

Este método es muy común entre empresas medianas que quieren crecer y necesitan capital, pero que a su vez, no desean acudir al banco por diferentes razones, o no pueden acceder a él por falta de garantías y/o avales.

Las ventajas respecto al banco son claras, ya que en caso de que la empresa tenga una evolución negativa, en la mayoría de los casos, los socios externos no podrán recuperar su dinero, o exigir que se les devuelva. Esta situación da un giro de 180° en el caso de la financiación bancaria, que siempre exige garantías con las que se responderá en caso de fracaso (Mayra & Palomo).

En relación con este tipo de financiación nos encontramos con el Capital Riesgo o las Sociedades de capital riesgo. En este caso la empresa obtendrá los recursos de una sociedad, la cual busca la participación en la empresa para en un futuro recoger rentabilidad. Al igual que en el anterior caso, es posible que la SCR tome posiciones de decisión dentro de la empresa. La ventaja de este tipo de financiación es la misma que en el capital externo. Este tipo de financiación puede ser muy beneficiosa tanto para la empresa como para los inversores, pero se corre el riesgo de que las relaciones no sean positivas o amistosas, lo cual podría crear tensión entre ambas partes al tener que convivir entre ellas.

- *Sociedades de garantía recíproca*

Las sociedades de garantía recíproca tienen como objetivo la financiación de las PYMEs mediante la aportación de avales. Es decir, estas sociedades son las encargadas de otorgar las garantías muchas veces necesarias a la hora de acceder a un crédito bancario. No estamos ante una manera directa de conseguir financiación, si no ante un recurso que nos facilitará la obtención de la misma (BancoSabadell).

Así, como ya hemos mencionado, en caso de que una entidad bancaria exija un aval para poder conceder un crédito a una PYME, estas sociedades podrán ser las encargadas de cumplir la función de avalista.

Por otro lado, la empresa adquirirá una cuota social de la sociedad de garantía recíproca, lo cual servirá para aumentar sus fondos propios y gozar de más oportunidades para cumplir sus objetivos y proyectos. Es decir, que para poder acceder a este tipo de sociedad, es necesario ser socio de la misma, ya que solo están permitidos los avales entre empresas que sean socias.

## 4 CONCLUSIONES

A lo largo de todo el trabajo hemos analizado el MARF y otras alternativas de financiación, así como diferentes mercados de similares características.

La iniciativa tomada en 2013 por parte del gobierno español para dar una posible salida a PYMEs que necesitaban financiación era una iniciativa necesaria dada la situación española derivada de la crisis financiera del 2008, la cual produjo una contracción en el crédito que perjudicó a muchas empresas.

El MARF se basa en otros mercados europeos de similar estructura, el Nordic ABM (mercado noruego) o el ExtraMOT PRO (mercado italiano) por ejemplo, a la vez que compartía muchas características de su hermano mayor, el MAB.

En este punto, existe una diversidad de opiniones respecto a este mercado, ya que diferentes autores han manifestado la falta de eficacia del MARF para financiar a la mayoría de las PYMEs españolas, a la vez que otros autores junto con los responsables del mercado aseguran que éste está tomando una evolución positiva, y que hay que observar y criticar al MARF por lo que ha logrado hacer, las empresas que ha logrado financiar, y no por las metas que no ha alcanzado.

Es cierto que gracias a este mercado una treintena de empresas han conseguido financiación con éxito y que a algunas les gustaría poder seguir emitiendo deuda en él, pero, dejando a un lado que podríamos considerar estas cifras insuficientes para un mercado que pretendía y prometía ser la nueva alternativa para una gran cantidad de PYMEs españolas, observamos que muchas de las empresas que mantienen a flote al MARF son empresas grandes y medianas, sin ninguna presencia de empresas pequeñas.

De hecho, dadas las características de emisión por parte de las empresas emisoras y características de inversión por parte de los inversores, se dificulta enormemente el acceso de la gran mayoría de empresas al mercado, si no de todas las empresas de estas características (empresas pequeñas).

Es verdad que otros mercados de similares características también financian a grandes empresas, y que los resultados positivos que declaran cada año son en parte gracias a estas empresas, las cuales, en ocasiones, son las causantes de más de la mitad de las emisiones totales del mercado, pero la mayoría de estos mercados también consiguen financiar a pequeñas empresas, lo cual denota una mayor flexibilidad o adaptabilidad respecto a las empresas que acuden a él, ya que son capaces de financiar desde empresas pequeñas a grandes compañías, hecho que como ya sabemos, no ocurre en el MARF.

Teniendo en cuenta las condiciones financieras en las que se han encontrado muchas empresas en época de recesión, en la cual les faltaban alternativas de financiación a las que acceder, esta alternativa de financiación como lo es el MARF debería haber contado con algo más de presencia entre las empresas. No podemos pensar que la razón por la que las empresas no han acudido a este mercado durante estos tres años recae solo en que el mercado no está lo suficientemente bien adaptado a este tipo de empresas o a que no ofrece las suficientes ventajas o incentivos, ya que parte de la culpa también recae en la falta de información.

El MARF ha carecido de la publicidad necesaria para darse a conocer de manera global, y aun hoy es el día en el que muchos empresarios desconocen este mercado o en qué consiste, lo que lo aleja de muchas empresas capaces de conseguir financiación en él.

Por otro lado, contamos con otras alternativas a la financiación bancaria, entre las cuales se encuentran algunas muy populares entre las PYMEs.

Estas alternativas y las empresas privadas realizan la labor que no consigue realizar el MARF, que es financiar a las PYMEs sin importar su tamaño o capital. Son estas las alternativas que han conseguido mantener a flote a muchas PYMEs españolas hasta el día de hoy, y debido a que el MARF no ha sido un elemento capaz de ofrecerles la financiación necesaria en momentos difíciles, ahora que la situación económico/financiera se recupera poco a poco y los bancos empiezan a ofrecer más créditos que hace unos pocos años, es posible que muchas empresas descarten por completo la alternativa del MARF, ya que el sistema bancario ha demostrado ser más efectivo ofreciendo financiación a lo largo de los años que los mercados, por lo menos en lo que a Pymes se refiere.

Esto no quiere decir que el MARF no cumpla una función importante, ya que de hecho, sí la cumple. Como ya hemos mencionado, ha conseguido financiar a una treintena empresas y aunque sus pasos sean pequeños, el mercado crece año tras año. Por ello, es un mercado que aunque no a gran escala, ha conseguido incentivar el desarrollo de sus empresas emisoras y por lo tanto, incentivar la economía del país.

Por otra parte, si lo que se pretende es hacer de este mercado un mercado más accesible para las que realmente podemos considerar pequeñas y medianas empresas, la solución no está clara.

Desde mi punto de vista hay varios factores que necesitarían un planteamiento distinto. La emisión mínima por ejemplo, no es algo que se ajuste a la definición de este mercado, o al menos a la definición que se le dio al mercado en su nacimiento, ya que dicha emisión es demasiado elevada para más del 99% de las PYMEs españolas.

A pesar de ser solo un dato, es un dato de mucho peso, ya que desmonta totalmente la misión del MARF.

Por otro lado, tal y como ocurre en otros mercados similares europeos, vemos que las ayudas y/o incentivos a las empresas e inversores son de gran importancia, y a pesar de que en el MARF existen este tipo de incentivos, no son suficientes.

Por todo esto, cuál sería la respuesta a la pregunta que nos hicimos al principio:

¿Es el MARF una alternativa de financiación viable?

La respuesta es sí. Pero no es viable para las empresas para las que debería ser viable y realmente necesitan una alternativa al sistema bancario. Por esto, la gran mayoría de las PYMEs buscarán financiación mediante otros métodos ajenos a los mercados, ya que ni el MARF, un mercado en principio adaptado para favorecerles, ha conseguido financiar a este tipo de empresas.

Hoy en día las otras alternativas de financiación son más fuertes que los mercados de capital y el MARF, y este último necesitaría un cambio radical para cambiar esta situación.

Un tema importante que merece ser estudiado y que se extiende más allá del objetivo de este trabajo es adentrarnos mucho más en la estructura del MARF e inspeccionar todos los elementos uno a uno para poder concluir cual sería la mejor combinación de elementos y la estructura idónea de un mercado alternativo de renta fija para maximizar las PYMEs que puedan acceder a él y darles así una alternativa de financiación real.

El análisis de la confianza de los inversores en los mercados y los factores que la determinan sería otra futura línea de investigación. Es importante entender a los inversores y qué es lo que les motiva, qué factores son los más atractivos o los que más les atraen a los mercados. Si entendemos cuales son los factores clave para un inversor y los combinamos con la estructura y elementos de mercado idóneos seremos capaces de entender por qué los mercados no han funcionado todos estos años y ponerle solución a esta situación.

## 5. BIBLIOGRAFIA

Arce, O., López, E., & San Juan, L. (2011). *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*.

Asociación española de business angels. (s.f.). *aeban.es*. Recuperado el Enero de 2017, de <http://www.aeban.es/sector>

Banco de España. (2015). Las emisiones de deuda corporativa en la eurozona durante la crisis.

BancoSabadell. (s.f.). *Empresas*. Obtenido de sitio web de BancoSabadell.

BBVA. (30 de Junio de 2009). *Otras opciones de inversión: el segundo mercado*. Obtenido de sitio web de BBVA con tu empresa: [www.bbvacontuempresa.es](http://www.bbvacontuempresa.es)

BME. (2009). *Informe de mercado 2008* .

BME. (s.f.). *BME Renta fija; emisores del MARF*. Recuperado el Noviembre de 2016, de sitio web de BME: [www.bmerf.es](http://www.bmerf.es)

BME. (2013). Informe de mercado 2012.

BME. (2014). Informe de mercado 2013.

BME. (2015). Informe de mercado 2014.

BME. (2016). Informe de mercado 2015.

BME. (2017). Informe de mercado 2016.

BME. (s.f.). Resumen de la información necesaria para la incorporación de valores al Mercado .

Borsa Italiana. (Noviembre de 2016). *Statistiche basic*. Recuperado en Febrero de 2017, de Borsa Italiana: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Borsa Italiana. (s.f.). *Studies & researches* . Recuperado en Febrero de 2017, de sitio web de borsaitaliana: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

BorsaItaliana. (s.f.). Recuperado el 2016, de <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/extramotpro/quotarsisueextramotpro/documentodiammissione/documentodiammi>

Bravo Capital. (2014). *MARF*. Recuperado el 2016, de <http://www.bravocapital.es>

Camaras consejo superior. (2010). Encuesta sobre el acceso de las Pymes a la financiación ajena.

Cano, D. (2008). *El AIM británico y el Alternext Francés como referencias para el*

*MAB EE español.*

Carvajal, J., & de la Torre, I. (2014). *La financiación de la empresa española en el mercado de capitales.*

Cazorla, L. M. (2016). Los mercados alternativos bursátiles como instrumentos de financiación empresarial en España.

Corona, J. F., Martínez, R., & Aranda, F. (1989). *El segundo mercado una fuente de financiación para las pyme.*

Desplome en el MAB: cinco historias de fracasos en la cotización alternativa. (8 de Julio de 2014). *ABC* .

*El 98% de las pymes descarta el MARF por falta de información.* (11 de Noviembre de 2013). Obtenido de Sitio web de la Expansión: [www.expansion.com](http://www.expansion.com)

El MARF aspira a quitarse la sombra del MAB para ser una auténtica alternativa. (9 de Noviembre de 2013). *El confidencial* .

Euronext. (s.f.). *Alternext Directory*. Recuperado el Noviembre de 2016, de sitio web de Euronext: <https://www.euronext.com>

Euronext. (7 de 4 del 2016). *Alternext markets rule book.*

European Central Bank. (s.f.). *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE)*. Obtenido de sitio web de european central bank : [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Ferrando, A., & Griesshaber, N. (2011). *Financing obstacles among euro area firms. Who suffers the most?* European Central Bank .

García, I. (16 de Febrero de 2015). El MARF, un mercado inválido para financiar pequeñas empresas. *El país* .

Gaspar, I. M., & Moreno, M. G. (20 de Febrero de 2015). Fracaso del MAB: tras nueve años, el 90% del negocio está en manos de las sicavs. *El economista* .

Giménez, I. La financiación de Pymes y la crisis.

Giralt, A., & González, J. Financiación de la Pyme en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB.

Gruber, A., & Clamagirand, L. (2014). *SME Lending in Europe.*

Guías Jurídicas. (s.f.). *Cesión de crédito*. Recuperado el Enero de 2017, de sitio web de Guías Jurídicas: [www.guiasjuridicas.es](http://www.guiasjuridicas.es)

Igartua, M., Calvo, P., & Segovia, E. (8 de Octubre de 2013). *El MARF aspira a quitarse la sombra del MAB para ser una auténtica alternativa.* Obtenido de el confidencial: [www.elconfidencial.com](http://www.elconfidencial.com)

London Stock Exchange . (s.f.). *AIM: The most successful growth market*. Obtenido de sitio web de London stock exchange : [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

Martin-Muñio, M., Arechabala, R., Cosgaya, R., & Herrando, S. (2014). *Financiación empresarial y mercados financieros: situación española*.

Mayra, V., & Palomo, R. (s.f.). *Financiación externa de la empresa* . Obtenido de sitio web de Expansion.

Meloso, M. (15 de Julio de 2015). *El mercado de deuda de pymes alcanza su objetivo de captar 1000 millones de euros*. Obtenido de sitio web de Abc: [www.abc.es](http://www.abc.es)

Ministerio de economía, industria y competitividad. (s.f.). *Lineas ICO*. Recuperado el Diciembre de 2016, de sitio web de ICO: <https://www.ico.es>

Ministerio de economía, industria y competitividad. (s.f.). [www.ico.es](http://www.ico.es). Recuperado el Diciembre de 2016, de <https://www.ico.es/web/ico/que-es-ico>

Monjas, M., & Lamothe, P. (2013). *Mercados alternativos de deuda para la financiación de la Pyme: análisis, perspectivas y propuestas*.

Nordic ABM. *The Oslo Bors alternative marketplace for fixed income instruments*. (12 de 2011).

Olaya, A., & Vieira, M. (s.f.). *Capital riesgo* . Obtenido de sitio web de Expansion.

Orellana, E., & del Rio, A. (2015). *Las emisiones de deuda corporativa en la eurozona durante la crisis* .

Oslo Börs . (s.f.). *Quotes And Markets, Bonds* . Obtenido de Sitio web de Oslo Börs : [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)

Oslo Bors. (s.f.). *Issuing corporate bonds in Oslo – an efficient, flexible and mature market for raising debt capital*.

Oslo Börs. (s.f.). *Listing/ Interest-bearing instruments/ Nordic ABM* . Obtenido de sitio web de Oslo Börs : [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)

Otxoa, R., Altzelai, I., & Velazquez J.M. (2010). *Pyme y crisis económica: respuestas normativas de la UE*

Perez, P. (2009). *¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa?*

Perez, P. (2015). *Alternativas de Financiación para PYMES: MARF*.

Ponce, J. (2013). *La creación en España de un Mercado Alternativo de Renta Fija*. Tesoro Público.

Rivera, E. (2012). *Crowdfunding: La eclosión de la financiación colectiva un cambio*

*tecnológico, social y económico.*

Ruiz, C. (23 de Diciembre de 2014). La gran mayoría de las empresas no pueden acceder al MARF. *La Razón* .

Stumpf, A. (7 de Marzo de 2016). El segundo mercado de la Bolsa de Madrid se acerca a su final. *El país* .

Toledo, D. (29 de Octubre de 2013). *El 80% de las empresas "pasa" del MARF de Luis de Guindos para financiarse*. Obtenido de el confidencial: [www.elconfidencial.com](http://www.elconfidencial.com)

Zank, S. (2015). *Lessons learned in the German SME Bond Market*. Scope Ratings.