



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

EL MARF

Una alternativa de financiación para PYMES

Autor: Icíar Iribarren Astarloa
Director: Natalia Cassinello Plaza

Madrid
Abril 2014

Resumen

Este trabajo trata de analizar el atractivo que tiene el MARF, como alternativa de financiación para las PYMES, tanto para empresas como para inversores. Debido a la contracción del crédito bancario las PYMES han visto truncada su principal fuente de financiación, por lo que desde el Ministerio de Economía y Competitividad se han llevado a cabo medidas buscando una solución a este problema. Una de estas medidas es el MARF, un mercado dirigido a las empresas de menor tamaño. El atractivo de este mercado se estudia a través de un análisis comparativo con el MAB, el mercado AIAF, otros mercados alternativos de renta fija en Europa y otras alternativas públicas de financiación. Los principales inconvenientes son las cifras de emisión por su elevado importe, los costes, la falta de privacidad y las exigencias de regulación frente a las ventajas entre las que destacan el acceso a la financiación, la mayor visibilidad para las empresas, el mantenimiento de la independencia gubernativa y la diversificación de las fuentes de financiación. Por eso, el mercado sí se plantea como una alternativa de futuro como ocurre con otros países como Alemania, Noruega y Francia.

Palabras clave: MARF, PYMES, financiación, alternativas, ventajas

Abstract

This paper analyses the MARF's attractiveness for both enterprises and investors, as an alternative financing source for SMEs. Given the banking credit contraction, the SMEs in Spain have seen their main financing source severely reduced, so that the Economy and Competitiveness Ministry has developed a variety of measures in order to solve this problem. The MARF is one of these measures, which consists in a fixed income market aimed at enterprises with a low size. This market's attractiveness is studied through a comparative analysis with the MAB, the AIAF market, other alternative fixed income markets in Europe and other public financing alternatives. The main disadvantages are the high issue amounts, the costs, the lack of privacy and the regulatory requirements, against the advantages that are the access to financing, the bigger visibility for companies, the maintenance of governmental independence and the diversification of financing sources. This is why the market is proposed as a future alternative as it occurs in other countries like Germany, Norway and France.

Key words: MARF, SMEs, financing, alternatives, advantages

RESUMEN EJECUTIVO

La situación del crédito como medio de financiación para las actividades productivas de las empresas españolas ha sufrido una grave caída como consecuencia de la crisis financiera que castiga la economía de España desde 2008, llegando a unas cifras mínimas desde 2006 que se encontraban en torno a los 713 billones de euros (Banco de España, 2014a). Esta situación ha provocado que las empresas españolas y, en especial las PYMES, hayan visto afectadas sus estructuras de pasivo en las que la partida de los préstamos tiene gran relevancia. De esta forma, un elevado número de empresas se ha visto obligado a renegociar la deuda con sus bancos, llegando en múltiples ocasiones al cierre de empresas, reflejado en la cifra neta de creación de empresas, que es negativa desde 2009, siendo de -66.734 en el último año (DIRCE 2013b).

Para solventar esta situación, desde el Ministerio de Economía se han llevado a cabo distintas medidas para permitir el acceso de las PYMES a otras fuentes de financiación distintas a los préstamos bancarios. Entre estas medidas, es destacable el propósito de acercar a las PYMES a los mercados financieros con la creación en 2009 del MAB y la reciente apertura, del MARF.

El MARF se trata de una alternativa de financiación para PYMES a través de la emisión de bonos y pagarés. Es un mercado no oficial, con forma jurídica de Sistema Multilateral de Negociación y dependiente del mercado AIAF, y tiene unos requisitos y un reglamento adecuados al tamaño de las empresas a las que va dirigido. Las empresas precisan de un rating para la emisión, la presentación de diversa documentación y la presencia de un Asesor Registrado que les acompañe en el periodo de duración de la emisión.

Dada la experiencia que ya ha tenido este tipo de mercado dirigido a la financiación de las PYMES en otros países de Europa (Noruega, Francia y Alemania) y el crecimiento positivo que se ha podido observar en ellos en distintas fases de su evolución, se espera que el MARF siga sus pasos llegando a ser un mercado competitivo y relevante para las empresas de menor tamaño.

El MARF presenta todavía algunos inconvenientes sobre los que será necesaria una flexibilidad por parte de los participantes en el mercado para solventarlos. A pesar de ello, el MARF ofrece unas ventajas para empresas e inversores por encima de las otras alternativas públicas de financiación para PYMES, que son las líneas de liquidez del ICO, la emisión de pagarés y los FTPYMES.

Con unas 800 empresas en la actualidad con el perfil requerido para emitir en el mercado, el MARF aspira a convertirse realmente en una alternativa de financiación para éstas y que puedan dejar de depender del crédito bancario para el desarrollo de sus actividades.

Se puede afirmar, por último, que el MARF posee unas características atractivas para las empresas destacando el acceso la financiación diversificando las fuentes y la mayor visibilidad con clientes y proveedores, por lo que podría ser una parte importante de la solución a los problemas de financiación de las pequeñas y medianas empresas españolas.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN	7
1.1. ¿Por qué las PYMES españolas no han accedido tradicionalmente a los mercados para su financiación?.....	7
1.2. Objetivo.....	9
1.3. Metodología	10
2. FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN ESPAÑA.....	12
2.1. Delimitación del concepto de PYME.	13
2.2. Delimitación de las PYMES por su forma jurídica.	14
2.3. Evolución de las fuentes de financiación de las PYMES.....	15
3. ¿QUÉ ES EL MARF?	19
3.1. Descripción.....	19
3.2. Empresas emisoras.....	20
3.3. Algunos requisitos del mercado.....	21
3.4. Posibles problemas del mercado.....	23
3.5. Mercados alternativos de Renta Fija en otros países europeos.....	24
3.5.1. ABM Oslo - Noruega.....	25
3.5.2. Alternext - Francia.....	26
3.5.3. BondM Stuttgart - Alemania	27
4. ANÁLISIS DEL ATRACTIVO Y POTENCIAL DEL MARF PARA LAS PYMES.....	28
4.1. Evolución del MAB	28
4.2. Evolución de la Renta Fija privada en España - Mercado AIAF.....	32
4.3. Evolución de los otros mercados alternativos de renta fija europeos.....	36
4.3.1. ABM Oslo - Noruega	37
4.3.2. Alternext - Francia.....	39
4.3.3. BondM Stuttgart - Alemania.....	40
4.4. Otras alternativas públicas de financiación para PYMES.....	42
4.5. Identificación de las ventajas del MARF.....	44
5. CONCLUSIONES	48
6. BIBLIOGRAFÍA	51
7. GLOSARIO DE TÉRMINOS Y ACRÓNIMOS	56

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

- **Gráficos**

GRÁFICO 1: Distribución de PYMES según su Forma Jurídica.....	14
GRÁFICO 2: Número de altas y bajas anuales de empresas entre 2000 y 2013.	15
GRÁFICO 3: Evolución mensual del crédito en España, en billones de euros, y tasa de variación porcentual entre 1993 y 2013.	16
GRÁFICO 4: Estructura del pasivo de las empresas totales en billones de euros.	17
GRÁFICO 5: Estructura del pasivo de las sociedades no financieras en billones de euros.	18
GRAFICO 6: Distribución de los inversores en Europa y España.	22
GRÁFICO 7: Número de empresas incorporadas al MAB por año, entre 2009 y 2013.	30
GRÁFICOS 8, 9 y 10: Magnitudes Financieras del total de compañías del MAB y crecimiento entre 2012 y 2013.	31
GRÁFICO 11: Volumen de negociación anual, en millones de euros, de renta fija corporativa en el mercado AIAF, 2000-2013.....	33
GRÁFICO 12: Volumen de emisiones anual, en millones de euros, de renta fija corporativa en el mercado AIAF, 2000-2013.....	34
GRÁFICO 13: Índice AIAF 2000.....	35
GRÁFICO 14: Volumen de saldo vivo mensual, en millones de euros, de renta fija corporativa en el mercado AIAF entre 2008 y 2013.....	36
GRÁFICO 15: Número de empresas emisoras a final de año en ABM Oslo entre 2005 y 2013.....	37
GRÁFICO 16: Número de transacciones anuales en ABM Oslo entre 2005 y 2013.	38
GRÁFICO 17: Volumen de negociación anual, en billones de euros, en ABM Oslo entre 2005 y 2013.....	38
GRÁFICO 18: Estructura de inversores en ABM Oslo en Diciembre de 2013.....	39
GRÁFICO 19: Número de empresas emisoras a final de año en BondM Stuttgart entre 2010 y 2013.....	41
GRÁFICO 20: Volumen de emisión por empresa, en millones de €, en BondM Stuttgart entre 2010 y 2013.	41

- **Tablas**

TABLA 1: Distribución de las empresas españolas por número de asalariados en 2013.....	12
TABLA 2: Concepto de PYME según la Comisión Europea.....	13
TABLA 3: Principales mercados alternativos de renta variable en Europa.....	29
TABLA 4: Compañías emisoras en el mercado Alternext en Francia.....	40
Tabla 5: Cuadro resumen de ventajas e inconvenientes.....	47

1. INTRODUCCIÓN

La elección del Mercado Alternativo de Renta Fija (en adelante MARF) como nueva oportunidad de financiación para pequeñas y medianas empresas (en adelante PYMES) como tema para el presente trabajo final de grado se debe al entorno económico y empresarial en el que nos encontramos. España cuenta con un elevado número de PYMES, el 99,9% de las empresas españolas son PYMES (DIRCE, 2013a), que se han visto fuertemente afectadas por la crisis. Esto se debe a los pocos recursos de los que disponen para una competencia eficaz en el mercado en comparación con las grandes empresas, dada su dificultad para encontrar financiación.

El MARF se presenta como una alternativa de financiación para las PYMES porque, en términos generales, éstas no han accedido a los mercados financieros, haciendo uso exclusivo del crédito bancario para financiar sus negocios, representando este un 34% del pasivo de las sociedades no financieras (BDE, 2012a) . Se detallan más adelante las razones principales por las que hasta hace pocos años las PYMES no han querido acercarse a los mercados financieros.

A través de las prácticas realizadas durante los estudios en la empresa Arcano Valores, uno de los asesores registrados del MARF, tuve la oportunidad de comprobar que este mercado puede ofrecer una importante ayuda a la estructura de financiación de las PYMES.

1.1. ¿Por qué las PYMES españolas no han accedido tradicionalmente a los mercados para su financiación?

Tradicionalmente, las empresas españolas pequeñas no han buscado ningún otro tipo de financiación que no fuese a través del crédito bancario por creer que no les ha hecho falta y que la Bolsa no estaba hecha para ellas (Giralt y González Nieto, 2012).

Esta decisión tomada por las PYMES españolas está fundamentada en cuatro razones principales, que son: la eficacia y la gran oferta de crédito por parte de las entidades financieras españolas; una posible pérdida de control de la compañía con la entrada de nuevos accionistas; la exigencia de una mayor transparencia por parte de un mercado organizado, que conlleva tanto la publicación periódica de resultados como la de los hechos

relevantes para la empresa; y, por último, los costes implicados, tanto directos como indirectos, en las transacciones en Bolsa.

De todas formas, esos motivos en los que se respaldaban los empresarios para no emitir valores en los mercados financieros son fácilmente rebatibles por los siguientes argumentos:

- El crédito de los bancos no es infinito, lo que se ha podido advertir con la elevada contracción de los préstamos bancarios a raíz de la crisis financiera que sufrimos desde 2008. Por esta razón, las PYMES se han visto especialmente afectadas por la crisis, debido a la reducción de su financiación, viéndose en numerosas ocasiones obligadas a cerrar sus negocios. El cierre de empresas en estos últimos años ha sido muy elevado.
- El control de la compañía no tiene por qué perderse mediante una salida a Bolsa de la empresa, ya que la normativa española sólo te exige un mínimo del 25% de *free-float* (BOE, 2013), es decir, una cuarta parte de las acciones quedarían en manos de inversores ajenos a la empresa. Esto quiere decir que la mayor parte del capital de la empresa podría seguir en manos de sus directivos, sin perder control alguno sobre la compañía.
- La necesidad de transparencia es evidente a la hora de hacer pública una compañía y que tiene el inconveniente de tener que publicar toda la información relevante para la compañía, pero por otro lado tiene la ventaja de que hace crecer el reconocimiento de la empresa, facilitando así la atracción de nuevos inversores españoles e internacionales.
- Los costes implícitos en salir a Bolsa también son un inconveniente evidente para las empresas, pero también te ofrecen la posibilidad de diversificar el accionariado y no depender únicamente de una fuente de financiación que puede resultar siendo un fracaso como ha sido el caso de los bancos.

Debido a las razones expuestas anteriormente el Gobierno de España se ha visto obligado a crear alternativas de financiación diseñadas específicamente para las PYMES de forma que se adecúen a sus necesidades y capacidades. Estas reformas comenzaron en 2009 con la creación del Mercado Alternativo Bursátil (en adelante MAB), creado para la emisión de acciones de este tipo de empresas con ciertos incentivos económicos y fiscales respecto al Mercado Continuo.

Otras formas de financiación alternativas son los *Hedge Funds*, *Private Equities*, o *Venture Capitals* de los cuáles no se hablará específicamente en este trabajo, aunque es importante saber que existen y que en los últimos años también ha crecido notablemente su papel como financiador de PYMES en España, debido, una vez más, a la contracción del crédito bancario.

Además, han tomado especial relevancia las líneas de crédito que cada año amplía y mejora el ICO, como parte de la reforma económica impulsada por el Gobierno de España, que se estudiará más detalladamente en el epígrafe que expone las otras alternativas públicas de financiación existentes para PYMES. El ICO es un organismo oficial, adscrito al Ministerio de Economía y Competitividad, con naturaleza jurídica de Entidad de Crédito. Ofrece la posibilidad de crédito para las empresas españolas, y su labor fundamental es la de impulsora de PYMES y Emprendedores, ya que ofrece ayudas de financiación con unos costes adecuados a las capacidades de estas empresas, con el objetivo de que los Emprendedores puedan ver sus proyectos hechos realidad de manera exitosa y que las PYMES sobrevivan y sigan dando trabajo a más del 60% de la población activa española (Sarriá Pedroza y Ramos-Juste, 2013) y suponiendo alrededor de un 65% del PIB español (Calderón Patier y González Llorente, 2012).

A lo largo de este trabajo se hará un estudio sobre por qué el MARF es una buena oportunidad para que las PYMES accedan a otro tipo de financiación diferente a los créditos bancarios y los errores del MAB, por ser la alternativa más similar, de los que debe aprender, ya que el éxito de éste no ha sido, hasta la fecha, significativo.

1.2. Objetivo

El objetivo principal de este trabajo es doble. Por un lado, describir y dar a conocer en profundidad las características del mercado de renta fija creado para PYMES, el MARF. Por otro lado, analizar el atractivo del MARF para las PYMES, conociendo en detalle su funcionamiento como posible fuente de financiación para éstas e identificando sus ventajas y desventajas. Se parte de la hipótesis de que las ventajas convierten este mercado en una alternativa real y adecuada que mejorará la capacidad de captar fondos para las PYMES.

1.3. Metodología

La metodología seguida para la consecución del objetivo antes descrito ha sido por una parte la revisión de la bibliografía relevante existente sobre las PYMES, especialmente sus fuentes de financiación y los mercados alternativos para la captación de fondos de este tipo de entidades. Por otra parte, se ha realizado un análisis del mercado MARF, así como de los principales mercados equivalentes a nivel internacional específicos para PYMES para su comparación. Finalmente se ha realizado un análisis de ventajas y desventajas del mercado para poder concluir su adecuación como alternativa optima de financiación para las PYMES, así como las perspectivas de futuro de dicho mercado.

En relación con la bibliografía, cabe destacar un informe como parte fundamental utilizada, ya que me ha servido de guía, no sólo para recopilar información para varios apartados de este trabajo, sino también como base para la estructuración de mi trabajo. Se trata "*MARF: Oportunidad para PYMES y perspectivas para inversores*", escrito por Jesús Hernando Sarriá Pedroza, profesor del IEB, y Javier Ramos-Juste, responsable del Gabinete de Estudios Económicos de Axesor. Aunque esté unido en uno sólo, este *paper* está formado por dos partes, la primera es la anteriormente mencionada, y la segunda es "*El Mercado Alternativo de Renta Fija: atractiva oportunidad de inversión*", en este caso escrita solamente por Javier Ramos-Juste, perteneciente a Axesor, primera agencia de rating española y que ha participado muy activamente en la creación de este mercado.

Los mercados analizados para su comparación con el MARF son el MAB y el AIAF dentro de España y por otro lado, a nivel internacional, el ABM Oslo en Noruega, el mercado Alternext en Francia y el BondM Stuttgart en Alemania.

El trabajo se estructura de la forma siguiente:

- Exposición de la situación de las PYMES en España, con el foco puesto específicamente en su financiación y la evolución a la que se está viendo obligada como consecuencia de la crisis, que se verá en el capítulo 2.
- El capítulo 3 consiste en una descripción general del MARF y sus principales características, así como una visión general de otros mercados alternativos de renta fija existentes en Europa.

- Por último, el capítulo 4 se trata de un análisis de las ventajas que se esperan obtener para las PYMES gracias al mercado a partir de un estudio de la evolución del MAB, de la renta fija española y de los otros mercados alternativos de renta fija europeos, además de una comparativa con otras alternativas públicas de financiación para PYMES.

2. FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN ESPAÑA

Este capítulo está dedicado, principalmente, a ver cuáles son las formas de financiación que han utilizado las PYMES españolas y cuál ha sido la evolución de estas fuentes como consecuencia de la crisis financiera y bancaria, ya que, como se ha mencionado en la introducción de este trabajo, las empresas en España tradicionalmente han dependido de la financiación a través del crédito bancario, especialmente las PYMES, por lo que se han visto particularmente afectadas por la crisis. Asimismo, con el propósito de contextualizar el capítulo, se verá en detalle qué se entiende por PYME, a partir de unos requisitos establecidos por la Comisión Europea, y cómo afecta la forma jurídica de este tipo de compañías en su acceso a los mercados financieros.

Esta contextualización es relevante debido a que además de las razones expuestas en la introducción, por las que las PYMES no han accedido en el pasado a los mercados de capitales, cabe destacar también otro motivo importante que es la variada forma jurídica de este tipo de empresas y un concepto de PYMES poco preciso (microempresa, pequeña empresa y mediana empresa).

España es un país que cuenta con un tejido empresarial fundamentalmente formado por PYMES, constituyendo éstas un 99,9% de las empresas totales del país (DIRCE, 2013a). A continuación, se puede observar una tabla (Tabla 1) con la distribución detallada de todas las empresas existentes en España en función del número de trabajadores que éstas tengan, según datos del INE para el recién finalizado año 2013, en la que se observa con claridad la gran diferencia que hay en nuestro país entre el número de grandes empresas y de PYMES, siendo las microempresas la mayoría de este último grupo.

TABLA 1: Distribución de las empresas españolas por número de asalariados en 2013.

EMPRESAS ESPAÑOLAS	Micro sin asalariados	Micro 1-9	Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYMES 0-249	Grandes 250 o más	TOTAL
Nº Empresas	1.681.588	1.328.318	113.710	19.807	3.143.423	3.147	3.146.570
% del Total	53,4%	42,2%	3,6%	0,6%	99,9%	0,1%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE Estadísticas, DIRCE 2013.

2.1. Delimitación del concepto de PYME.

Anteriormente se ha visto la distribución del número de empresas españolas en función del número de trabajadores, pero además de eso, hay que tener en cuenta para definir una empresa como PYME y sus subcategorías el volumen medio de negocio por año y el balance medio anual (Comisión Europea, 2006). Para que sea considerada PYME la empresa en cuestión tiene que cumplir con el número de trabajadores establecido y uno de los otros dos requisitos. Estos umbrales para establecer el concepto de PYME fueron impuestos en 2005 por la Comisión Europea para unificar este concepto en todos los países miembros de la Eurozona. Por lo tanto, la distribución de las PYMES según estas condiciones quedaría dividida en sus subgrupos de la forma que aparece en la siguiente tabla (Tabla 2).

TABLA 2: Concepto de PYME según la Comisión Europea.

CATEGORÍA DE EMPRESA	Trabajadores anuales	Volumen de negocios anual	o	Balance general anual
Mediana	50 - 250	≤ 50 millones de euros	o	≤ 43 millones de euros
Pequeña	10 - 49	≤ 10 millones de euros	o	≤ 10 millones de euros
Microempresa	0 - 9	≤ 2 millones de euros	o	≤ 2 millones de euros

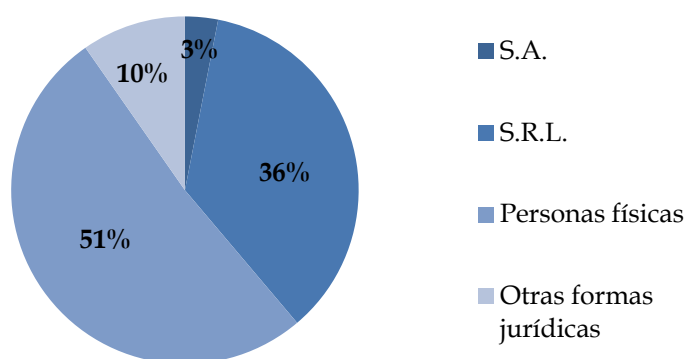
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de "La nueva definición de PYMES". Comisión Europea, 2006.

Con la tabla anterior, se pueden apreciar con facilidad las diferencias existentes entre los distintos tipos de empresas que se engloban en el concepto PYME y que, por tanto, dificultan el establecimiento de requisitos que se adapten a todas ellas a la hora de crear un mercado alternativo dirigido a PYMES.

2.2. Delimitación de las PYMES por su forma jurídica.

Por otro lado, ha sido puntualizado que las PYMES han tenido mayor dificultad de acceso a los mercados de capitales debido a su forma jurídica dada la existente variedad en este aspecto. Así como la gran mayoría de grandes empresas son Sociedades Anónimas, dentro de las PYMES nos encontramos con Sociedades de Responsabilidad Limitada, Sociedades Cooperativas, Sociedades Colectivas, Sociedades Comanditarias, Comunidades de Bienes y otras, además de algunas Sociedades Anónimas. Aunque no se consideren empresas, existen en España un gran número de trabajadores por cuenta propia o, como aparecen nombrados en el gráfico a continuación (Gráfico 1), personas físicas. La mayoría de las consideradas empresas son Sociedades de Responsabilidad Limitada con cifras de capital muy dispersas y muchas compañías con capital cercano al mínimo exigido, 3.000 euros (BOE, 2000). En el siguiente gráfico se puede ver la distribución de las PYMES en España según su forma jurídica, siendo destacable el pequeño porcentaje de Sociedades Anónimas, en comparación con el resto de formas jurídicas (DIRCE 2013c). Dentro del porcentaje de “Otras formas jurídicas” se incluyen las Sociedades Colectivas, Comanditarias, Cooperativas, etc.

GRÁFICO 1: Distribución de PYMES según su Forma Jurídica.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE Estadísticas DIRCE 2013.

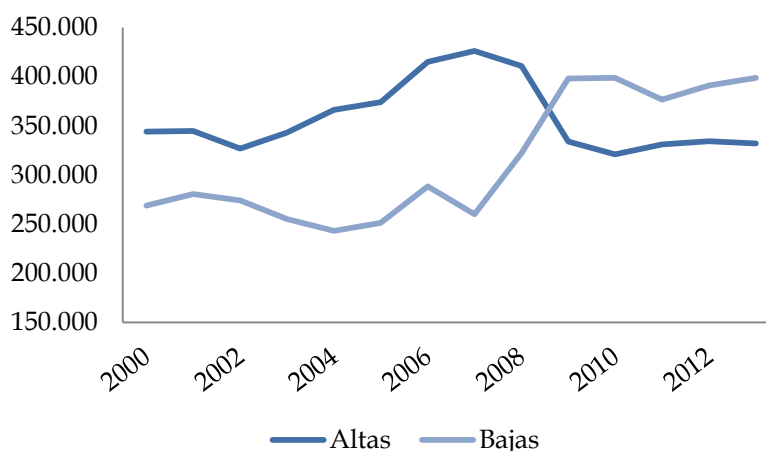
Esta gran mayoría de PYMES con forma de Sociedad de Responsabilidad Limitada supone un problema a la hora de acceder a los mercados financieros para buscar financiación porque las participaciones de este tipo de sociedades no se consideran valores negociables y su transmisión no es libre. Este hecho reduce de manera considerable el número de empresas que pueden acceder al MAB, por tanto, se financian a través de participaciones de fondos de capital riesgo generalmente. Otra opción para este tipo de empresas sería cambiar su forma

jurídica y pasar a ser Sociedades Anónimas, encontrándose con el problema de tener que desembolsar una cifra mucho más elevada de capital social, que muchas no poseen. Este factor representa una ventaja del MARF sobre el MAB, ya que la emisión de bonos y pagarés no está restringida por la forma jurídica de la compañía emisora.

2.3. Evolución de las fuentes de financiación de las PYMES.

Una forma de ver cómo se han visto afectadas las empresas por la crisis es según el número de altas y bajas anuales. Una cifra neta de creación de empresas negativa implica que se destruyen más empresas de las que se crean, con su consecuente destrucción de empleo y, por tanto, menos consumo de las familias que se vuelven más ahorradoras por la falta de ingresos. Esto se traduce en una reducción del PIB y, por tanto, de la economía del país. Si es observado directamente en la fórmula de cálculo del Producto Interior Bruto: $PIB=C+G+I+(X-M)$. Una mayor creación de PYMES, que representan la gran mayoría de empresas del país, provocaría un aumento del PIB debido a una mayor inversión y un mayor consumo. Por tanto, la creación neta negativa de empresas puede ser un indicador de la mala situación económica de un país. A continuación se puede ver un gráfico (Gráfico 2) con la evolución de las altas y bajas de empresas, en el que se puede apreciar claramente cómo en 2009 la cifra neta empezó a ser negativa, sin haberse recuperado todavía con una destrucción neta de 66.734 empresas en 2013 (DIRCE, 2013b) .

GRÁFICO 2: Número de altas y bajas anuales de empresas entre 2000 y 2013.

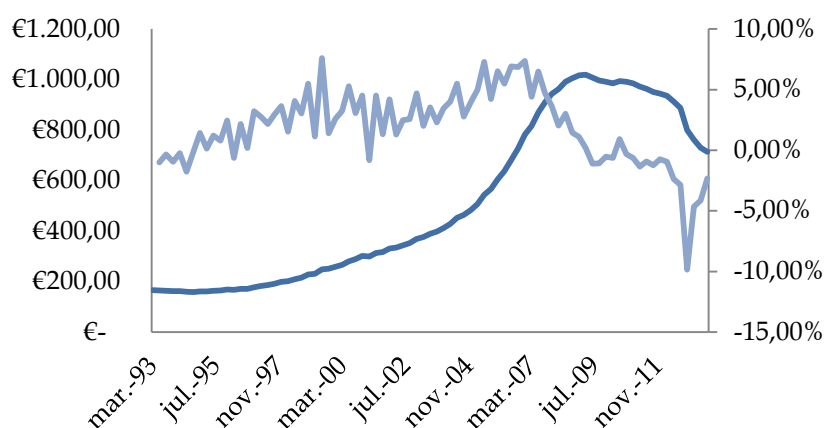


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE Estadísticas, DIRCE 2013.

Teniendo en cuenta que el 99,9% de las empresas españolas son PYMES, que además son más vulnerables a los tiempos de crisis que las grandes empresas, es evidente que este cambio en la tendencia de la cifra neta de creación de empresas está provocado en su mayoría por cierre de pequeñas y medianas empresas.

Por otro lado, es necesario hacer mención a la evolución del crédito como fuente de financiación de empresas españolas, ya que como se ha mencionado España es un país que ha recurrido tradicionalmente a esta fuente para financiar sus actividades productivas. En el siguiente gráfico (Gráfico 3) se puede observar cómo ha evolucionado el crédito en España viendo el claro descenso del mismo durante los años de la crisis. El eje de la izquierda nos muestra la evolución del crédito en España desde la década de los 90, representado en billones de euros, y el eje derecho, con la línea de color azul más claro, la variación porcentual inter-trimestral, con porcentajes negativos desde el 2007 y una importante caída a finales de 2012 y principios de 2013, cuando el crédito se encontraba en mínimos desde el inicio de la crisis.

GRÁFICO 3: Evolución mensual del crédito en España, en billones de euros, y tasa de variación porcentual entre 1993 y 2013.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España, Boletín Estadístico Enero-2014.

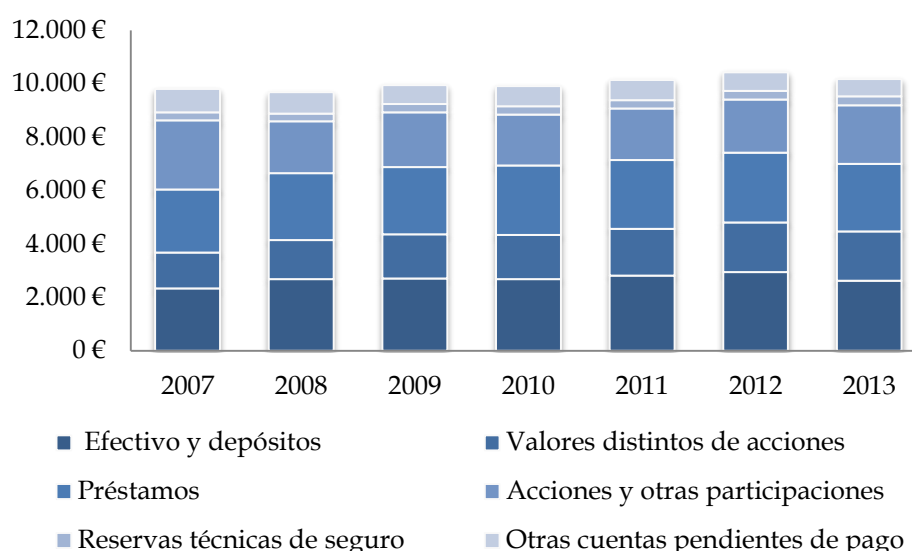
Actualmente España es uno de los países que se encuentra en una de las situaciones más complicadas de la Eurozona en cuanto al crédito recibido por las empresas. Además de este acentuado descenso del crédito, las empresas no cuentan, por lo general, con una estructura de balance adecuada para afrontarse a un mercado de crédito con tan poca liquidez. Los ratios de endeudamiento de las empresas españolas, tanto grandes empresas como PYMES, muestran una situación delicada de sobre-endeudamiento para las mismas, haciendo casi

imposible el repago de las deudas debido a los ratios de endeudamiento sobre fondos propios que rondan el 100% (BDE, 2013).

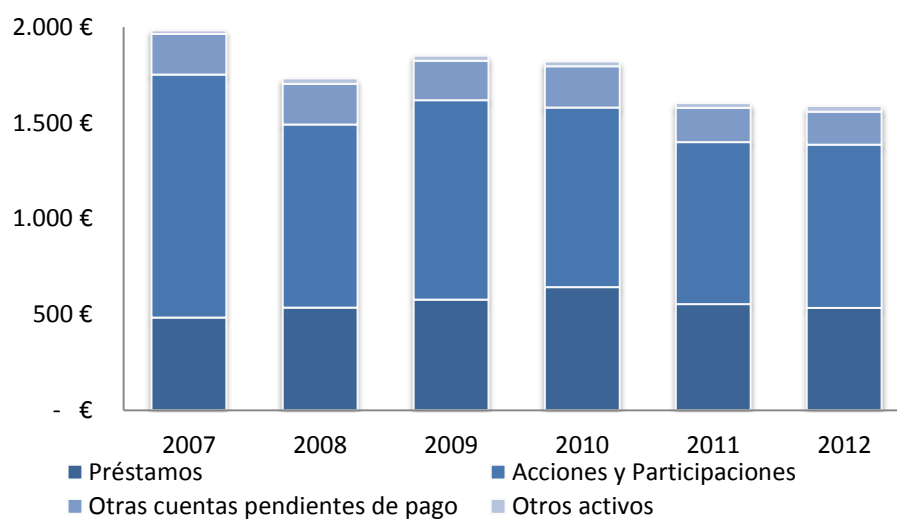
Por último, es preciso observar la importancia que tienen los préstamos dentro de los pasivos de las empresas, que representan un 24% del pasivo del total de las empresas (BDE, 2013). En el gráfico a continuación (Gráfico 4) se puede ver que hay otras partidas del pasivo que también tienen relevancia, como las acciones y participaciones en otras empresas, aunque se debe fundamentalmente al peso de las grandes empresas. Al tratarse de la estructura de pasivo del total de las empresas, incluidas entidades financieras, la partida de efectivo y depósitos que aparecen en el pasivo, normalmente una partida del activo, se debe a que se tratan de los depósitos realizados por los clientes. En el caso de las sociedades no financieras, grupo al que pertenecen todas las PYMES (DIRCE, 2013a), el peso de los préstamos dentro de las estructura de pasivo es mayor, representando un 33% (BDE, 2012a) como se puede observar en el Gráfico 5.

En el caso de las PYMES, la financiación de sus actividades a través de la emisión de valores en los mercados de capitales es mucho más reducida debido a los costes que estos conllevan. A lo largo de los años, ha resultado más beneficioso para ellas acceder a los bancos por tratarse de una fuente más barata para ellas.

GRÁFICO 4: Estructura del pasivo de las empresas totales en billones de euros.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España. Central de Balances 2013.

GRÁFICO 5: Estructura del pasivo de las sociedades no financieras en billones de euros.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España. Central de Balances 2013.

Debido a la importancia de los recursos ajenos para la financiación de las PYMES y la reducción del crédito bancario que hemos visto en el Gráfico 3, es importante tomar medidas para que la enorme mayoría de empresas españolas, PYMES, pueda diversificar sus fuentes de financiación y así seguir siendo competitivas con buenas perspectivas de crecimiento y expansión. Por ello se han creado mercados alternativos adecuados a las características de este tipo de empresas, siendo el MARF la última iniciativa, la cual se verá en detalle en el siguiente capítulo.

3. ¿QUÉ ES EL MARF?

Como se ha visto anteriormente, la financiación de las PYMES hasta la actualidad ha dependido casi exclusivamente del sistema bancario viéndose, por tanto, especialmente afectadas por la crisis bancaria. Dado que el tejido empresarial de España está compuesto por PYMES en más de un 99%, el Gobierno, a través del Ministerio de Economía, ha tomado medidas para que esta gran cantidad de empresas puedan seguir funcionando y haciendo de España un país competitivo y con potencial para inversores extranjeros.

Dentro de este conjunto de medidas económicas se puede destacar el Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor (Gobierno de España, 2013), en el que se ponen de manifiesto distintas reformas para el crecimiento económico y la creación de empleo. Una de esas medidas incluidas en dicho Plan ha sido la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija, con menos requisitos formales, trámites más ágiles y un coste más bajo de las emisiones que en el AIAF, el mercado de deuda corporativa de BME.

3.1. Descripción

El MARF es un mercado de renta fija no oficial creado con forma jurídica de Sistema Multilateral de Negociación (SMN) para que las PYMES, especialmente las medianas empresas, puedan realizar emisiones de renta fija y así poder acceder a este tipo de inversores. Sería el equivalente al MAB, pero con la emisión de bonos en lugar de acciones.

El MARF surgió como una iniciativa del Ministerio de Economía para que las pequeñas y medianas empresas sanas y solventes pudiesen acceder a una financiación a corto y medio plazo de una manera diferente a las que ya disponían, mediante la emisión de bonos y obligaciones en un mercado regulado. Además, podemos ver esta iniciativa como una respuesta a uno de los requisitos recogidos Memorándum de Entendimiento (MoU) del rescate bancario de España: *“Debe fomentarse la intermediación financiera no bancaria”* (Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación, 2012).

El anuncio de la creación de este mercado se llevó a cabo en septiembre de 2012, con la idea de que entrara en vigor en los meses de verano de 2013, lo cual no fue posible debido a trámites legislativos. La fecha final de apertura del MARF fue el pasado 7 de Octubre de

2013. A pesar de la aparente tardanza de puesta en marcha del mercado, parece ser el mejor momento para ello debido a la creciente recuperación de la confianza en los mercados españoles por parte de los inversores.

3.2. Empresas emisoras

A día de hoy, hay una sola compañía que ha tomado la iniciativa en la emisión de bonos en este mercado. Se trata de Copasa, una constructora de obra civil e infraestructuras con sede en Orense y una de las principales constructoras en la obra del Ave Medina - La Meca. El pasado 12 de Diciembre del 2013 realizó una emisión de 50 millones de euros de deuda *senior* con un cupón del 7,5% y un vencimiento de cinco años, cifras comprendidas dentro de las estimaciones que previamente habían realizado los agentes que participaron en la definición y creación del mercado. La calificación crediticia de esta compañía para su emisión de bonos fue de BB, con perspectivas positivas, y fue dada por Axesor. Esta primera operación se cerró con éxito, contando con un 70% de inversores institucionales españoles y un 30% de inversores extranjeros (Arcano Valores, 2014a). También se han realizado algunas transacciones en mercados secundarios con intereses alrededor del 8% y el 10%, aunque como dice el presidente de la compañía *"no va a ser un mercado en el que los inversores entren y salgan todos los días"* (Monge, P., 2014).

Esta primera emisión podría resultar un impulso para otras empresas que quieran emitir bonos en este mercado, lo cual ya ha surtido efecto con la empresa Tecnocom, la cual ya ha expresado a la CNMV su deseo de realizar una emisión de bonos en el MARF (CNMV, 2014a). La compañía ya tiene rating, por parte de dos agencias de calificación crediticia, y es de BB+ por parte de Axesor (CNMV, 2014b), con perspectivas estables, y de BB por parte de Scope (CNMV, 2014c), también con perspectivas estables. La fecha de la emisión no está todavía establecida, pero habiendo obtenido ya un *rating* por parte de dos agencias de calificación crediticia será cuestión de pocas semanas.

3.3. Algunos requisitos del mercado

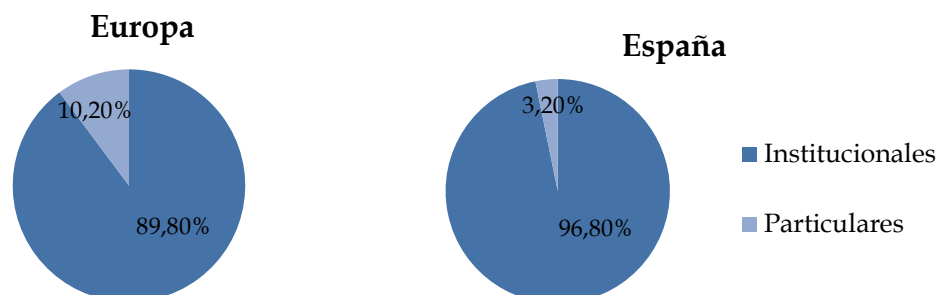
El reglamento completo del MARF se puede encontrar en la página oficial de Bolsas y Mercados Españoles, ya que se trata de un mercado subordinado al AIAF, el mercado oficial de renta fija corporativa española (BME, 2013b). Sin embargo, para una mejor comprensión del mercado y su funcionamiento, se expondrán a continuación algunos requisitos y características del mismo.

Como ya ha sido mencionado, el MARF es un mercado alternativo no oficial que depende directamente del AIAF Renta Fija, por ello, el Consejo de Administración de este último es el encargado de la **gestión del MARF**. Además, este mercado cuenta con un Director Gerente que se encarga de gestionarlo diariamente. Por último, en cuanto a la gestión del mercado, cabe destacar que cuenta con la Comisión de Incorporación de Valores, la Comisión de Supervisión y Arbitraje y la CNMV para supervisar y controlar el funcionamiento del mercado.

El **tipo de deuda** con la que se negocia en este mercado no posee una gran complejidad y los inversores de renta fija conocen muy bien estos instrumentos de deuda. Se trata principalmente de pagarés y bonos a corto y medio plazo. La emisión de este tipo de valores, junto a la supervisión de las comisiones mencionadas anteriormente permite hacer realidad uno de los objetivos principales de este mercado, que es dotar de una mayor transparencia a las empresas que emitan en él debido a la requerida información pública que éstas deben ofrecer.

Los **inversores** a los que va dirigido de forma directa el MARF son inversores institucionales o cualificados, tanto nacionales como internacionales. Los inversores *retail* o particulares solamente podrán acceder al mercado de manera indirecta, a través de fondos de inversión. Esto se ha establecido así como medida de prudencia debido a la estructura de la distribución de la inversión de las familias en España y Europa, que se puede observar a continuación en el Gráfico 6.

GRAFICO 6: Distribución de los inversores en Europa y España.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Sarriá Pedroza y Ramos-Juste, 2013

Si bien es posible que, pasado un tiempo, el interés de los inversores particulares en la renta fija aumente como consecuencia de la medida que ha adoptado el Banco de España implantando un techo de un máximo de 1,75% de rendimiento a 12 meses (Expansión 2013), que limita la rentabilidad de los depósitos, tal y como aparecía publicado en los principales periódicos económicos y financieros del país en enero de 2013; en la actualidad, las familias españolas tienen la mayor parte de sus ahorros en efectivo y depósitos, un 44% en 2013 según datos del Banco de España (BDE, 2012b), lo cual podría cambiar con esta nueva medida favoreciendo así al MARF, que podría acabar aceptando a inversores *retail*.

Como en cualquier tipo de operación pública de negociación de activos financieros, las empresas emisoras deberán presentar cierta **documentación** a BME para así asegurar la transparencia que se busca para estas empresas. Esta información necesaria se articula en tres documentos:

- Documento informativo, con información relevante sobre la empresa, su evolución en los últimos años y los motivos para la emisión.
- Documento de análisis, con proyecciones futuras sobre los posibles cambios en los estados financieros tras la emisión de deuda. Estos análisis estarán realizados por los asesores registrados y los bancos colocadores.
- Documento de calificación crediticia, una agencia crediticia avalada por ESMA es la que debe dotar a las empresas del rating. Aquí es importante destacar a Axesor, la primera agencia de calificación crediticia española, que podría ser la encargada de otorgar el rating a la mayoría de empresas emisoras en el MARF.

Además, aquellas empresas que se introduzcan en este mercado deberán hacer pública toda la información sobre resultados de la compañía y hechos relevantes para el negocio.

Por último, en este nuevo mercado juega un papel importante la figura del **Asesor Registrado**, con el que deben contar todas las empresas que quieran cotizar en el MARF y que hace de interlocutor entre el mercado y la propia compañía. El Asesor Registrado tiene una doble función, por un lado, antes de la emisión del bono debe comprobar el cumplimiento de los requisitos para emitir en el MARF y asistir a la empresa emisora en el proceso de preparación de la emisión; por otro lado, durante la cotización del bono actúa como intermediario en el mercado y se encarga de la revisión y publicación de información y hechos relevantes de la empresa. En la actualidad, el MARF cuenta con diez asesores registrados a los que pueden acudir las compañías emisoras, que son: Afi (Analistas Financieros Internacionales), Ahorro Corporación Financiera SV, Arcano Valores SV, Banco Sabadell, Deloitte Advisory, Didendum Asesor Registrado S.L., KPMG Asesores S.L., Renta 4 Banco, Riva y Garcia-1877 SV y Solventis AV.

3.4. Posibles problemas del mercado

Bien es cierto que el MARF ha sido presentado como un mercado dirigido a las PYMES, pero sin especificar si todas las empresas consideradas dentro de este gran grupo pueden acceder a él, ya que en la introducción de este trabajo, hemos visto que la mayor parte de las PYMES está formada por microempresas. Por eso, el mercado se enfrenta al problema de que las condiciones de emisión e inversión del mercado no son lo suficientemente atractivas para todas las empresas que se incluyen en el grupo de las PYMES por no tener nivel de negocio suficiente para cumplirlas.

La cifra mínima de emisión de bonos o pagarés en el MARF es de 20 millones de euros (BME 2013b) y la mayoría de PYMES tienen unos niveles de facturación por debajo de dicha cifra y, por consiguiente, unos niveles de EBITDA y Beneficio Neto demasiado reducidos como para poder plantearse un endeudamiento de 20 millones de euros. Respecto a este tema, se está considerando la posibilidad de reducir la cantidad mínima a 10 millones, aunque seguiría habiendo muchas empresas sin esa capacidad de endeudamiento

Por otro lado, la inversión mínima de las instituciones que quieran participar en el mercado es de 100.000 euros (BME 2013b). Por el momento, el mercado solo va dirigido a inversores institucionales y, por tanto, dicha cantidad no debería suponer ningún problema, pero si en el futuro se decide diversificar más la red de inversores de este mercado alternativo, permitiendo que los minoristas también puedan acceder a las emisiones del mismo, esta cifra mínima deberá revisarse porque la mayoría de particulares en España, actualmente no disponen de liquidez suficiente como para invertir 100.000 euros.

Estos son los principales problemas a los que se enfrenta en la actualidad el mercado, los cuáles habrá que ir revisando a lo largo de la vida del mercado, especialmente ahora, en sus inicios. Es importante que los gestores del mercado sean lo suficientemente flexibles para hacer cambios en su reglamento si esto fuera necesario. A pesar de ello, la agencia de calificación crediticia Axesor, publicó en un informe en julio de 2013 en el que afirmaba la existencia de alrededor de 800 empresas en la actualidad con los requisitos necesarios para emitir bonos en el MARF (Axesor, 2013).

3.5. Mercados alternativos de Renta Fija en otros países europeos.

En los últimos años, se han creado mercados alternativos de Renta Fija en otros países de la Unión Europea con el fin de que las pequeñas y medianas empresas también pudiesen financiarse a través de la emisión de bonos. Aunque también se hayan creado estos mercados en otros países fuera de Europa, como en Estados Unidos con el USPP Market, en Brasil con Soma Fix y Bovespa Fix o en Corea con Kofia Bond, la explicación de este epígrafe estará centrada fundamentalmente en los países más relevantes que cuentan con este tipo de mercado financiero y que se encuentran dentro de la Eurozona por tener una mayor similitud regulatoria con España, que son Alemania y Francia. Además se verá el caso de Noruega, por haber sido uno de los primeros mercados alternativos de renta fija creados en Europa con gran éxito.

Otro país al que muchos han seguido a la hora de buscar fuentes de financiación distintas al crédito bancario es Reino Unido con su mercado AIM. Aunque aún no se han lanzado a la búsqueda de financiación para PYMES a través de bonos, este mercado alternativo es de los más antiguos, se inauguró en junio de 1995. Han cotizado en él más de 3.000 empresas a

largo de los años (en la actualidad su listado está compuesto por 1.254 compañías) y ha captado alrededor de 24.000 millones de libras para las pequeñas y medianas empresas (LSE, 2014).

Viendo las principales características de estos mercados, se puede obtener una visión general de su funcionamiento, así como el camino que deberá seguir el MARF en España para asegurar su éxito del mismo modo que posibles errores de estos mercados de los que el MARF puede aprender para no caer en ellos también. En esta parte, veremos los rasgos principales de estos mercados y, más adelante, se analizará su evolución y estadísticas a modo de comparativa para concluir con las esperadas proyecciones futuras del MARF.

3.5.1. ABM Oslo - Noruega

Dentro del territorio europeo, aunque sin formar parte de la Unión Europea, se encuentra en Noruega el mercado ABM Oslo que se creó en 2005 como una alternativa a la Oslo Børs (Bolsa de Valores noruega), para la emisión de instrumentos de renta fija a corto plazo.

Éste fue uno de los primeros mercados alternativos creados en Europa, por lo que es importante mencionarlo. Sus características principales, que después han adquirido el resto de mercados que se han creado, es la simplificación en el proceso de salida al mercado, la mayor flexibilidad respecto a la normativa para mercados regulados y el hecho de depender de un mercado regulado para su gestión. Otro rasgo en común que han tomado el resto de mercados alternativos de renta fija es la regulación sobre la información pública, que es el único en el que no se diferencia de los mercados principales, ya que las empresas sí que deben publicar sus resultados y acciones relevantes asegurando así una mayor transparencia y conocimiento de las empresas para los inversores.

Por último, cabe destacar que el ABM Oslo se divide en dos sub-mercados en función del tipo de inversor al que se dirige. Por un lado está Oslo ABM Retail, pensado para inversores minoristas, y, por otro lado está Oslo ABM Professional para los inversores institucionales.

3.5.2. Alternext - Francia

Este mercado fue creado en 2005 como una alternativa al mercado de capitales para las pequeñas y medianas empresas, lo que equivaldría al análogo del MAB para las PYMES en Francia. La iniciativa de apertura del mercado fue de NYSE Euronext, que es una corporación estadounidense y europea que surgió de la fusión en 2007 de NYSE y Euronext. A su vez, Euronext se trata de una fusión de las bolsas europeas de Lisboa, Oporto, Ámsterdam, París, Bruselas y el LIFFE.

El segmento de renta fija en este mercado, también orientado a la obtención de recursos financieros por parte de las pequeñas y medianas empresas, se creó recientemente, en enero de 2012, como medida tras realizar un estudio de las empresas mencionadas, basadas en la reducción de la dependencia del crédito bancario, que cada vez está más caro.

Como principales características del mercado se puede destacar que, del mismo modo que el resto de mercados alternativos, no se trata de un mercado regulado y, por tanto, no aplican las estrictas normas europeas de transparencia y protección del inversor, sino que está regulado por su entidad matriz, NYSE Euronext, con unas normas básicas de información pública.

Además, también se puede observar en este mercado la figura del Asesor Registrado como guía del emisor en el proceso de salida al mercado y durante la cotización.

Por otro lado, es importante mencionar que en este mercado las empresas emisoras no necesitan un rating, al contrario que el MARF en España y el mercado alemán que se verá a continuación.

Y, por último, como rasgo importante es la cifra mínima de la primera emisión que es de 200.000 euros, una cantidad mucho más acorde con el tamaño de las empresas a las que va dirigido el mercado que en el caso del MARF, y que pueden participar en la compra de los bonos tanto inversores institucionales como particulares.

3.5.3. BondM Stuttgart - Alemania

El mercado de bonos para pequeñas y medianas empresas alemanas también es relativamente reciente, ya que se creó en 2010 como subsidiaria de la bolsa de valores de Stuttgart, Boerse Stuttgart. El resto de bolsas de valores alemanas, Düsseldorf, Munich, Hamburgo y Frankfurt también tienen sus segmentos alternativos de emisión de renta fija, pero el de Stuttgart se trata del mercado más activo.

El BondM de Stuttgart es, igual que los vistos anteriormente, un mercado no oficial, regulado y supervisado por la Bolsa de Valores de Stuttgart. La transparencia es, también, un requisito que deben de cumplir los emisores aunque sin ceñirse a las directivas europeas respectivas a este tema.

En este caso, sí es necesario disponer de un *rating* por parte de alguna agencia crediticia reconocida por la ESMA. En el caso del mercado alternativo de renta fija de Düsseldorf, se exige un mínimo de calificación BB para poder emitir en él.

La figura del Asesor Registrado también existe en este mercado alemán, aunque recibe el nombre de BondM Coach, y también se encarga del apoyo a la compañía emisora tanto en el proceso de salida como durante la cotización.

El *trading* en este mercado se realiza a través de una plataforma electrónica en la que una orden permanece cuatro semanas para que éstas sean captadas y los precios de mercado determinados en función de la demanda.

4. ANÁLISIS DEL ATRACTIVO Y POTENCIAL DEL MARF PARA LAS PYMES.

Para analizar las perspectivas de futuro del MARF se realizará un análisis comparativo tanto con la evolución del MAB como con el crecimiento de los principales mercados alternativos de renta fija europeos, vistos anteriormente, y con otras alternativas públicas de financiación que se han desarrollado por el Ministerio de Economía y Competitividad para las PYMES.

Además, estudiaré la evolución de la renta fija corporativa en general en España, es decir, el mercado AIAF para ver el atractivo que tienen este tipo de instrumentos financieros para los inversores.

Por último, utilizaré todos estos análisis comparativos, junto a la información sobre la situación de financiación de las PYMES españolas para identificar las ventajas e inconvenientes del MARF y así poder llegar finalmente a las conclusiones del trabajo explicando por qué este mercado es una buena opción como alternativa de financiación para PYMES, objetivo principal de este trabajo de investigación.

Dentro del análisis específico del MARF, no es posible hacer un estudio cuantitativo sobre su evolución dado que en la actualidad sólo existe una empresa que haya emitido en él y la diferencia de sus balances antes y después de la emisión no puede hacerse porque los cuentas anuales de 2013 no están todavía publicadas. Además las cuentas anuales anteriores a 2013 tampoco se pueden consultar, debido a que hasta entonces la empresa Copasa no tenía que cumplir los requisitos de transparencia e información pública ahora exigidos por el mercado.

4.1. Evolución del MAB

El MAB se creó en España en 2009 como primera iniciativa perteneciente a la reforma del sistema financiero español dirigida a las PYMES (BME, 2012). El objetivo de crear este mercado fue facilitar el acceso a los mercados financieros a las empresas de baja capitalización. La reciente creación del MARF ha seguido esta línea, por lo que las pequeñas y medianas empresas en la actualidad tienen la opción de financiarse tanto a través de renta fija como de renta variable.

Hacer un estudio de su evolución puede servir de gran ayuda para ver el camino que se puede esperar que siga el MARF debido a las similares características de ambos mercados, por ser los dos mercados alternativos existentes en España en la actualidad, y a que van dirigidas al mismo grupo de empresas.

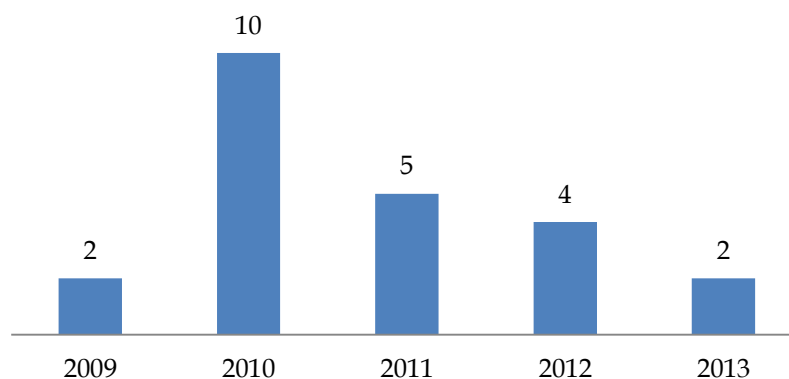
Actualmente, este mercado cuenta con veintitrés empresas cotizando en él, lo que supone un número muy reducido en comparación con otros mercados alternativos europeos. A continuación, se puede observar en la Tabla 3 el detalle del número de compañías y el año de creación de los principales mercados dirigidos a empresas de baja capitalización en Europa, observando las grandes diferencias que hay entre estos y el MAB.

TABLA 3: Principales mercados alternativos de renta variable en Europa.

MERCADO	PAÍS	NÚMERO DE COMPAÑÍAS	AÑO DE CREACIÓN
AIM	Reino Unido	1258	1995
PLUS	Reino Unido	220	2005
FIRST NORTH	Suecia, Finlandia, Islandia	130	2005

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de "El MAB como alternativa de financiación", BME 2012.

A pesar de que estos mercados se crearan antes, el MAB necesitaría multiplicar por diez el número de empresas que cotizan en el mercado en un periodo de tiempo de cuatro años para ponerse al nivel del que menos empresas tiene, First North, con 130 empresas después de nueve años de la apertura del mercado. Esto implicaría un crecimiento de unas veintisiete empresas de media anual, lo cual es difícil de plantearse teniendo en cuenta la trayectoria de crecimiento por número de empresas incorporadas que ha tenido hasta ahora el MAB. El año que más creció fue el segundo de su existencia, con una incorporación de diez compañías, cifra que posteriormente se redujo a menos de la mitad en los años siguientes (Cotizalia, 2014). Este crecimiento se puede ver gráficamente representado a continuación (Gráfico 7).

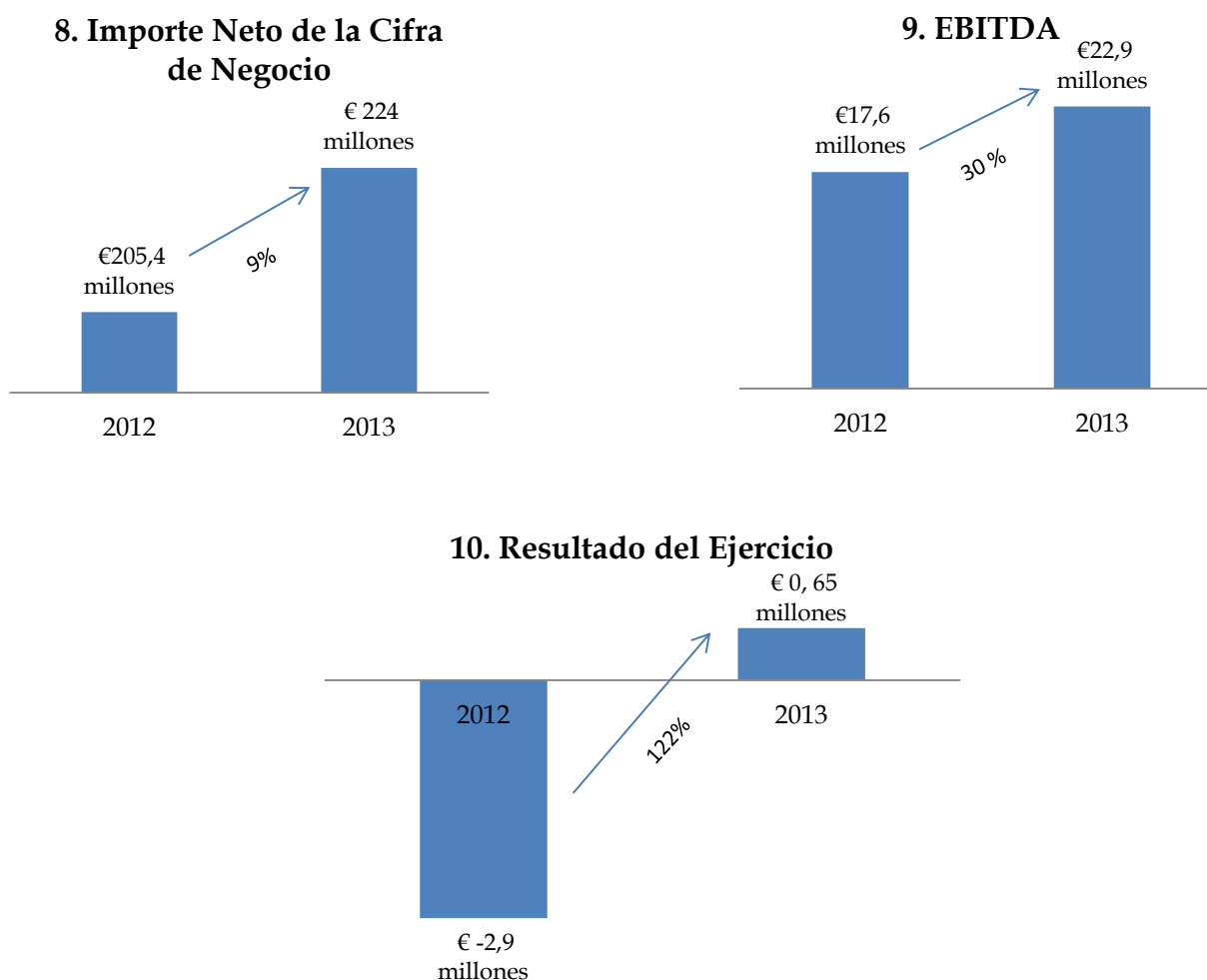
GRÁFICO 7: Número de empresas incorporadas al MAB por año, entre 2009 y 2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Observatorio MAB, primer semestre 2013. Integra

En el informe mensual de La Caixa de mayo 2012 en el Área de Estudios y Análisis Económico, se puede ver reflejada una rotunda declaración por parte de sus autores, Pilar Buil y Avelino Hernández, que dicen que *“los resultados (del MAB) están siendo prometedores, pero lejos todavía de su verdadero potencial”*. Es cierto, como se ha visto antes, que el crecimiento del mercado por número de empresas está siendo un camino lento y difícil, por lo que el MARF pretende seguir una trayectoria más positiva en este aspecto (Igartua, Calvo y Segovia, 2013) pero en términos de la capitalización del mercado y los resultados de las compañías desde su incorporación al mercado, la evolución sí que ha sido muy positiva, especialmente durante el año 2013, considerado por los medios como *“el año del despegue del MAB”* (Buil y Hernández 2012).

A continuación se puede ver la positiva evolución interanual de las principales magnitudes financieras para el total de compañías cotizadas en el MAB, con un crecimiento del 9% en Importe Neto de la Cifra de Negocio (Gráfico 8), un 30% en Resultado de explotación (EBITDA) (Gráfico 9) y un 122% en Resultado del Ejercicio (Gráfico 10). Las cifras que aparecen corresponden al primer semestre de 2012 y primer semestre de 2013, debido a que las cuentas anuales de cierre de 2013 todavía no han sido aprobadas y publicadas. Además, es necesario tener en cuenta que las compañías Ebioss, Nostrum y Negocio no están incluidas en la suma de estas cifras; la primera porque se trata de la última incorporación al mercado en julio de 2013 y las otras dos por no encontrarse disponibles los datos.

GRÁFICOS 8, 9 y 10: Magnitudes Financieras del total de compañías del MAB y crecimiento entre 2012 y 2013.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Observatorio MAB, primer semestre 2013. Integra

En el caso de la capitalización las cifras de crecimiento, éstas también son increíblemente positivas. La suma de la capitalización de todas las compañías del MAB en el momento de su salida al mercado es de € 617 millones y la capitalización de cierre de mercado a día 11 de marzo de 2014 fue de € 2.758 millones, lo que supone un crecimiento del 347% (Integra IMB, 2013).

Por lo tanto, el objetivo del MAB en la actualidad es el de atraer a más empresas emisoras fomentando así su crecimiento tanto en número de empresas como en capitalización. Viendo esta evolución tan positiva del global del mercado, cabe esperar que pronto sean más las compañías que retomen la confianza en los mercados y salgan a cotizar en este mercado.

4.2. Evolución de la Renta Fija privada en España - Mercado AIAF

El siguiente factor que nos puede ayudar a observar la futura evolución del MARF es la evolución de la renta fija en España, para ver cómo ha crecido el interés de los inversores en este tipo de instrumentos financieros.

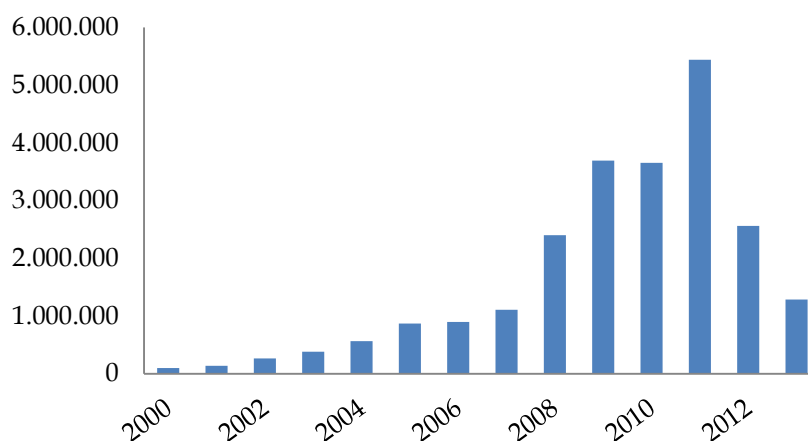
Dentro de la renta fija se pueden diferenciar dos tipos, que son la Deuda Pública, emitida por las Administraciones Públicas, y la Deuda Corporativa, emitida por empresas privadas y entidades financieras. En España, de forma general, estos dos tipos de deuda están divididos en dos mercados distintos: en principio el Sistema Bursátil de Renta Fija es para la deuda pública y el AIAF es para la deuda corporativa, aunque se pueden encontrar excepciones de Administraciones Públicas que emiten en AIAF y empresas privadas que emiten en el Sistema Bursátil. Para el objetivo de este trabajo, se establecerá el foco en el mercado AIAF ya que se trata del mercado en el que se ha basado el MARF para su creación, es decir, que va dirigido a empresas privadas de menor tamaño.

Además de ser el mercado de referencia para la renta fija privada, cabe destacar que AIAF es un mercado regulado, que se encuentra sometido a la supervisión de su funcionamiento por parte de Bolsas y Mercados Españoles. Por otro lado, BME también debe controlar la admisión de emisores en el mercado, así como que estos cumplan con la normativa de la información pública.

En este mercado se encuentran una amplia variedad de activos de negociación. Por un lado, dentro de los tipos de activos a corto plazo están los pagarés de empresas. Y, por otro lado, en el medio y largo plazo hay más tipos de activos que son los bonos y obligaciones, los más comunes; los bonos matador, de los que cada vez queda menos saldo vivo; las cédulas hipotecarias, emitidas por entidades de crédito y respaldadas por sus correspondientes préstamos hipotecarios por tratarse de emisiones en pesetas que hacían empresas extranjeras para beneficiarse del tipo de cambio; bonos de titulización y participaciones preferentes. Las cédulas hipotecarias y los bonos de titulización han reunido el mayor volumen de negociación desde el año 2000, según las estadísticas de la página web oficial del mercado AIAF, superando en conjunto los € 16 billones, por lo que podemos ver la importancia de las entidades financieras en este mercado, ya que son las principales protagonistas en la emisión de estos dos tipos de activos.

La compra de activos de renta fija por parte de los inversores puede variar mucho en función del nivel de riesgo que estén dispuestos a asumir. Dependiendo del tipo de inversor que sea y del entorno macroeconómico que rodee la transacción. A continuación, se puede ver un gráfico (Gráfico 11) en el que se ve que el 2011 fue un año de cifras máximas históricas en términos de volumen de negociación, que hace referencia a las operaciones realizadas tanto ya existentes como nuevas, para la renta fija corporativa española (BME, 2014b).

GRÁFICO 11: Volumen de negociación anual, en millones de euros, de renta fija corporativa en el mercado AIAF, 2000-2013

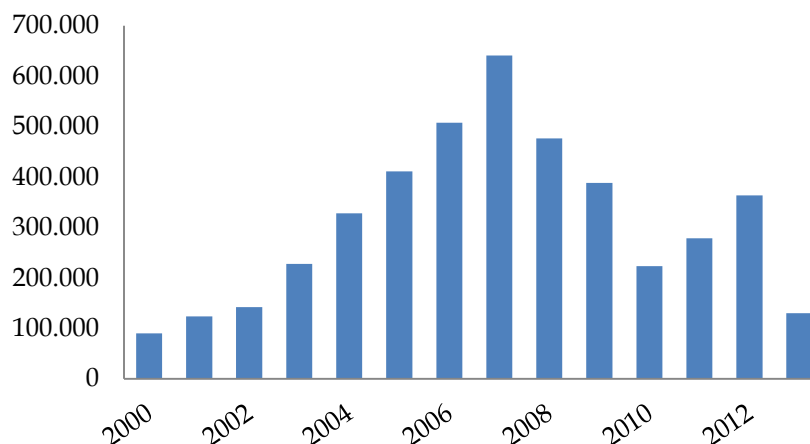


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Estadísticas AIAF, 2000-2013.

Sin embargo, en cuanto a nivel de nuevas emisiones es el año 2012 el que más destaca, desde el inicio de la crisis. En el gráfico siguiente (Gráfico 12) se puede observar el crecimiento gradual que tuvieron las emisiones de renta fija corporativa en nuestro país, hasta el estallido de la crisis en 2008, año en el que empezaron a disminuir dichas emisiones, debido a la desconfianza en los mercados financieros en general (BME, 2014b).

También se ha visto que a raíz de la crisis, las entidades financieras han ido disminuyendo la concesión de créditos bancarios, por lo que las empresas han tenido que recurrir a otros métodos de financiación. Esto ha supuesto un crecimiento importante de las sociedades no financieras que han empezado a utilizar el mercado AIAF como medio de captación de recursos financieros.

GRÁFICO 12: Volumen de emisiones anual, en millones de euros, de renta fija corporativa en el mercado AIAF, 2000-2013



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Estadísticas AIAF, 2000-2013.

El comportamiento de los inversores viene determinado por el riesgo al que se enfrenten en sus inversiones, por lo que en épocas de mayor riesgo en los mercados se buscan valores seguros, como el bono alemán a 10 años, y en épocas de mayor crecimiento y economía sana, la aversión al riesgo decrece y se busca una mayor rentabilidad en los activos. En este caso, se ve una clara evolución en el año 2012 en cuanto a la emisión de valores de renta fija, dado que en torno al segundo semestre de ese año el riesgo de una posible ruptura del euro como moneda única desapareció, o por lo menos se vio muy reducido.

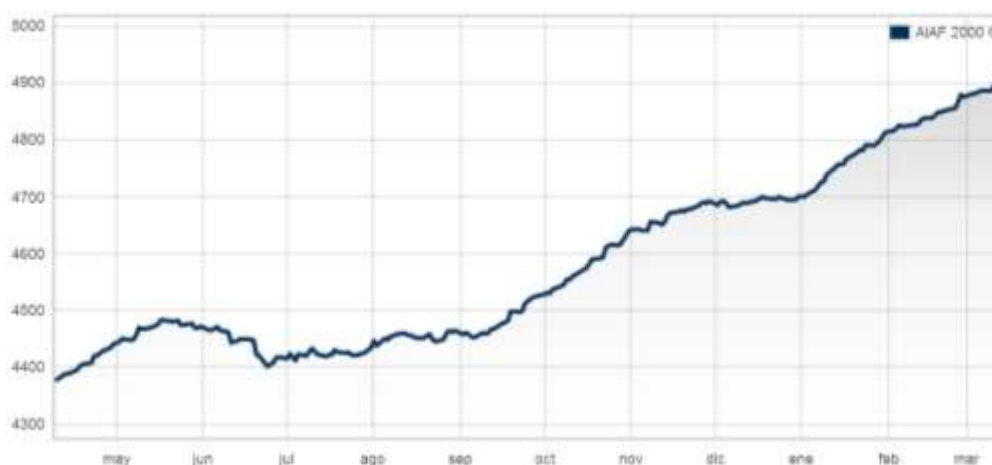
Las cifras para el 2013 que se observan en el gráfico parecen muy bajas en comparación con el año anterior, pero esto se debe a que sólo se ha tenido en cuenta la deuda privada o corporativa para la elaboración del gráfico. Sin embargo, a partir del segundo trimestre del 2013, se introdujeron en el mercado emisiones de renta fija del Tesoro Público, tanto a corto plazo con los pagarés como a medio y largo plazo con los bonos. De esta forma, los inversores particulares pueden acceder también a la compra de deuda pública española y no sólo se encuentra disponible para inversores institucionales. Este nuevo tipo de activos admitidos a cotización en el mercado provocaron una importante subida en el volumen de emisiones, llegando casi a los € 975 millones, lo que supone un 87% de las emisiones realizadas en el año 2013. En el gráfico no están incluidos los pagarés y bonos del Tesoro para que la comparación con años anteriores sea homogénea.

En el Informe Anual de 2013 para el mercado AIAF, se ve que este importante crecimiento de la renta fija española en el último año se debe a la disminución de las tensiones provocadas

por la crisis, como hemos visto anteriormente la salida de España de la zona Euro estaba ya descartada. Esto ha influido de manera relevante en la recuperación de la confianza por parte de los inversores, especialmente los extranjeros, en los mercados financieros españoles. Por otro lado, la introducción de renta fija del Tesoro en este mercado y su positivo crecimiento se debe a que la prima de riesgo ha bajado de forma considerable en el último año, llegando a finales de 2013 en 2,2 puntos porcentuales.

Esta recuperación de confianza se ve reflejada también en la rentabilidad del mercado, que se mide a través del Índice AIAF 2000, representado en el gráfico que se encuentra a continuación (Gráfico 13). Este índice tiene su punto de partida en el 1 de enero de 2000, cuando fue creado, y se encarga de medir la rentabilidad acumulada del mercado a partir de cotizaciones, precios y rendimientos pagados. Su tendencia ascendente en el último año, desde marzo de 2013 hasta marzo de 2014, refleja la paulatina mejora que se está pudiendo observar en el AIAF.

GRÁFICO 13: Índice AIAF 2000

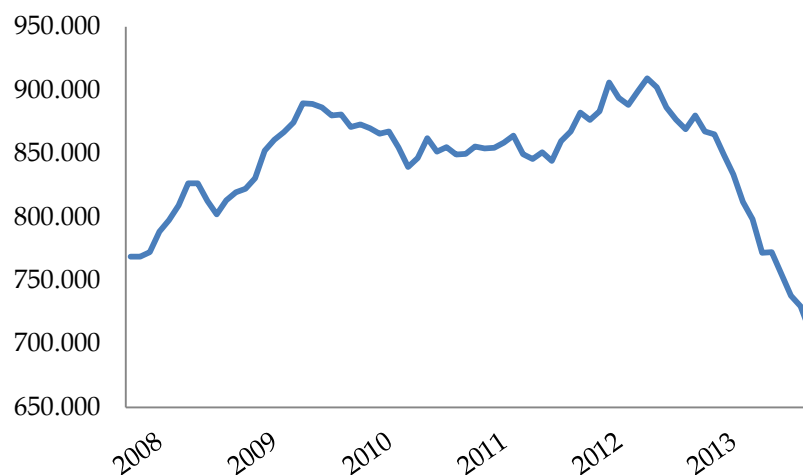


Fuente: BME - AIAF, Índice AIAF 2000.

Estas cifras nos indican que España se encuentra ya en el camino de la recuperación económica y financiera, aunque aún quedan medidas que tomar especialmente en lo que se refiere a la deuda privada, ya que los inversores han disminuido sus adquisiciones de deuda privada en un 53,1% desde los comienzos de la crisis, mientras que en deuda pública sus posiciones han aumentado en un 80% (Sarriá y Ramos-Juste, 2013). Esto se debe fundamentalmente al proceso de desendeudamiento que han llevado a cabo las empresas con el objetivo de sanear sus balances, por eso mismo en el gráfico que se puede ver a

continuación (Gráfico 14) se aprecia una caída del saldo vivo en negociación de la deuda privada (BME, 2014b).

GRÁFICO 14: Volumen de saldo vivo mensual, en millones de euros, de renta fija corporativa en el mercado AIAF entre 2008 y 2013.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Estadísticas AIAF, 2008-2013

Las perspectivas para el 2014 en cuanto al saldo vivo son de crecimiento negativo y las nuevas emisiones servirán para pagar los vencimientos que se efectúen en el año. Hasta que las empresas generen flujos de cajas suficientes para repagar sus deudas y sus balances se encuentren completamente saneados, éstas no realizarán nuevas emisiones significativas de renta fija y, entonces, las cifras del mercado AIAF volverán ascender. A pesar de que las expectativas para el mercado no sean nada optimistas para este recién empezado 2014, más en el largo plazo se espera que las empresas cada vez opten más por la financiación a través de emisión de deuda, especialmente frente a los préstamos bancarios.

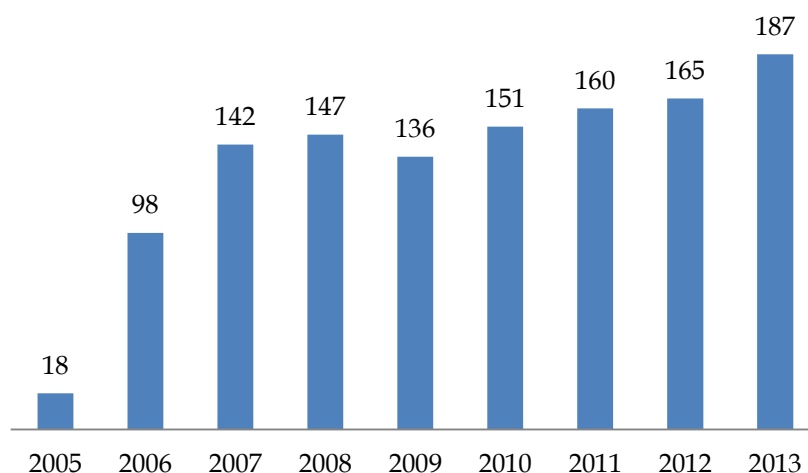
4.3. Evolución de los otros mercados alternativos de renta fija europeos.

En el epígrafe dedicado a la explicación del MARF, se ha explicado de manera general el funcionamiento y la regulación de otros mercados alternativos en Europa, viendo características comunes entre todos los mercados. Ahora podrá verse la evolución del comportamiento de estos mercados para tomarlos como referentes de las expectativas para el MARF, ya que se crearon antes.

4.3.1. ABM Oslo – Noruega

Se había expuesto anteriormente que el mercado de renta fija para PYMES en Noruega, se creó en el año 2005 y, desde entonces, ha tenido una evolución muy positiva en cuanto al número de emisores de bonos en el mercado, lo que se puede observar en el Gráfico 15 a continuación.

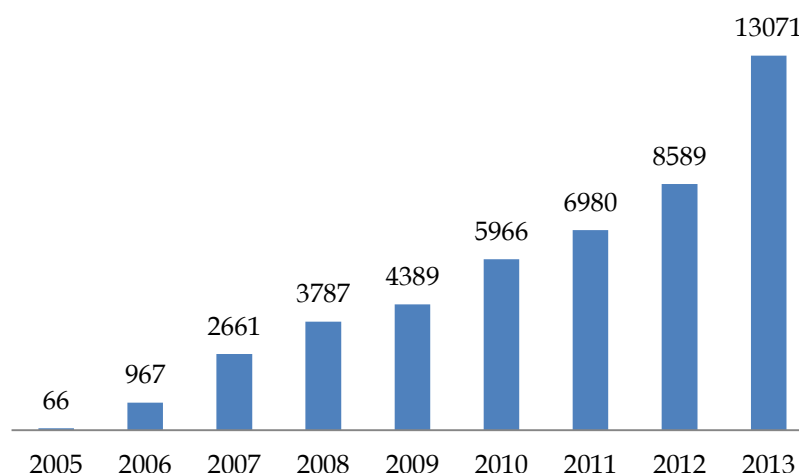
GRÁFICO 15: Número de empresas emisoras a final de año en ABM Oslo entre 2005 y 2013.



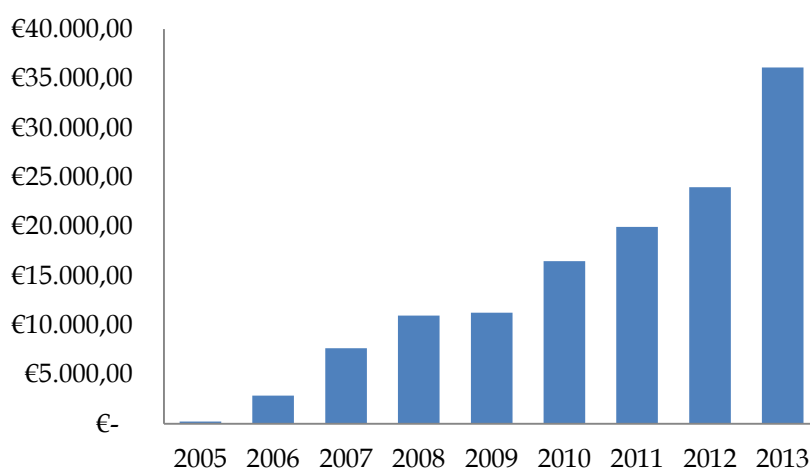
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ABM Oslo Annual Statistics, 2014.

Se puede apreciar el importante crecimiento, un 444% (Oslo Bors, 2014), entre los años 2005 y 2006, lo cual explica un inicio muy positivo en la expansión del mercado. En el resto de años el crecimiento ha sido de media de un 11% (Oslo Bors, 2014), cifra muy positiva especialmente dada la situación en la que se encuentra la economía en Europa. El único año que tuvo un descenso en el número de emisores en el mercado fue en 2009, debido fundamentalmente al miedo generado por la crisis en los mercados financieros. Al tratarse los países nórdicos de los menos afectados en Europa por la crisis, a pesar de ese ligero decrecimiento de 2009, en los años consecutivos las empresas emisoras han seguido aumentando.

Por otro lado, también se puede observar una evolución muy positiva tanto en el número de transacciones realizadas al año en el mercado (Gráfico 16) como en el volumen de negociación anual (Gráfico 17), en ambos casos con un promedio de crecimiento del 31% (Oslo Bors, 2014), excluyendo el aumento entre los años 2005-2006 y 2006-2007 por tratarse de cifras mucho más elevadas que la media: 1.365% y 175% respectivamente para el número de transacciones y 1.177% y 166% para el volumen de negociación (Oslo Bors, 2014).

GRÁFICO 16: Número de transacciones anuales en ABM Oslo entre 2005 y 2013.

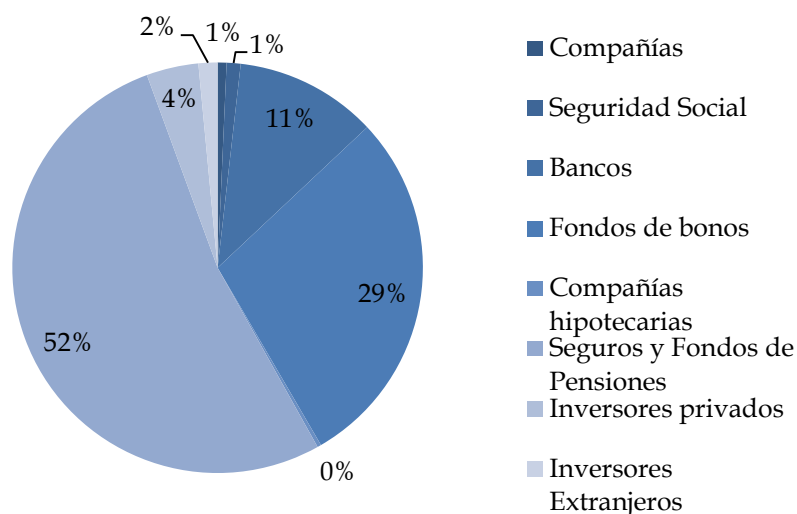
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ABM Oslo Annual Statistics, 2014.

GRÁFICO 17: Volumen de negociación anual, en billones de euros, en ABM Oslo entre 2005 y 2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ABM Oslo Annual Statistics, 2014.

Por último, es relevante mencionar la estructura de inversores del mercado ABM Oslo, ya que supone una de las principales diferencias con el MARF por estar dirigido a inversores *retail* y no sólo a inversores institucionales. Como se puede ver en el siguiente gráfico (Gráfico 18), los inversores *retail* suponen un porcentaje muy limitado del total de la propiedad de los bonos emitidos en el mercado, un 4% del total (Oslo Bors, 2014), pero darles el acceso al mercado implica una diversificación mayor de la financiación de las empresas y un mayor atractivo para los inversores que quieran invertir a título personal.

GRÁFICO 18: Estructura de inversores en ABM Oslo en Diciembre de 2013



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ABM Oslo Annual Statistics, 2014.

Como se puede observar, el mercado alternativo de renta fija en Noruega es un mercado que está muy asentado debido al positivo crecimiento que ha tenido a lo largo de sus ocho años de existencia y el MARF puede tomarlo como ejemplo a la hora de su modelo de mercado y en posibles cambios que puedan introducirse en él para asegurar su éxito.

4.3.2. Alternext - Francia

Como se ha explicado, el segmento de renta fija del mercado Alternext Francia fue creado en 2012, por tanto, aún es demasiado pronto para poder evaluar si el crecimiento del mercado es positivo o no. El número de compañías emisoras a final de 2012, año de apertura del mercado, fue de cinco empresas y en 2013 se añadieron otras tres. En la tabla que se encuentra a continuación (Tabla 4) se puede ver en detalle las fechas de emisión y volumen de emisión en miles de euros de las ocho compañías (Alternext, 2014) que cotizan en el segmento de renta fija del mercado Alternext Paris.

TABLA 4: Compañías emisoras en el mercado Alternext en Francia

EMPRESA	AÑO DE EMISIÓN	VOLUMEN DE EMISIÓN (en miles de euros)
Agro Generation	12-07-12	9.400,00 €
Delfingen	03-10-12	3.500,00 €
Lafuma	05-10-12	4.000,00 €
Solucom	26-10-12	3.000,00 €
Capelli	29-11-12	11.700,00 €
Homair Vacances	03-05-13	15.000,00 €
Realities	09-07-13	7.300,00 €
Manitou BF	19-12-13	12.500,00 €
TOTAL		66.400,00 €

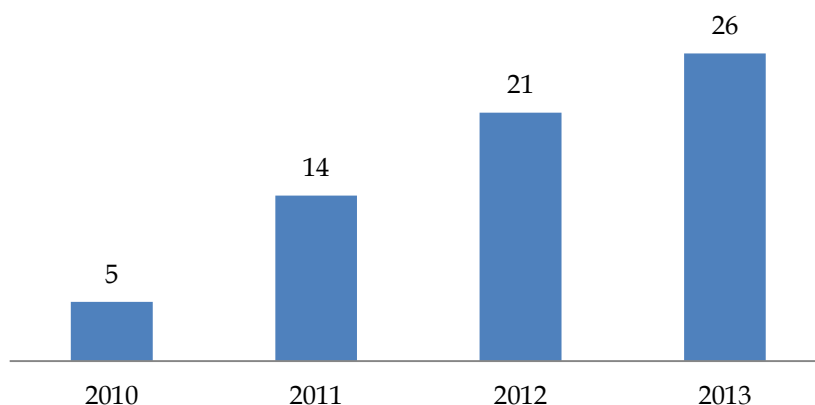
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Alternext Paris Notas de Prensa y Folletos de emisión.

El volumen medio de emisión en el mercado es de 8,3 millones de euros (Alternext, 2014), muy por debajo de la cifra mínima de 20 millones del MARF, lo cual supone una cifra más adecuada al tamaño de las empresas que participan en estos mercados.

A pesar de tener un poco más de antigüedad que el MARF, este mercado todavía se encuentra en sus primeras fases de evolución por lo que también deberá seguir los pasos del resto de mercados europeos para crecer positivamente.

4.3.3. BondM Stuttgart – Alemania

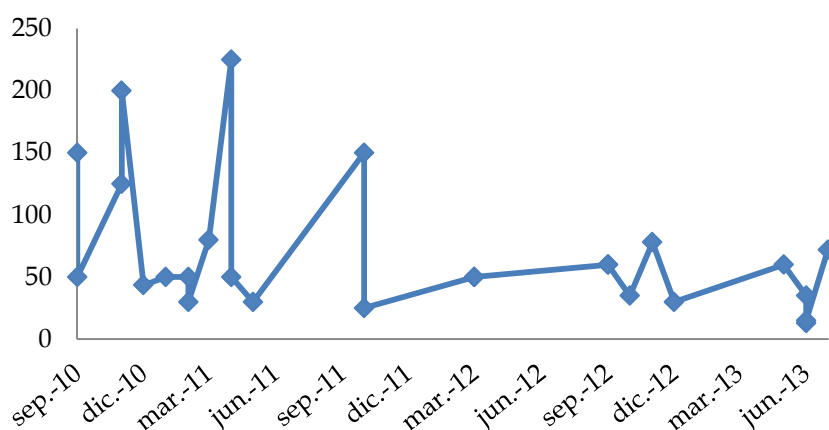
Por último, es preciso evaluar el crecimiento del último mercado alternativo de renta fija con cierta relevancia en Europa, el alemán. Éste también se trata de un mercado creado recientemente, en 2010, y, por tanto, el número de empresas emisoras en él tampoco es tan elevado como el del mercado noruego. Esto se puede ver reflejado en el próximo gráfico (Gráfico 19), que muestra el número de empresas emisoras existentes a final de año.

GRÁFICO 19: Número de empresas emisoras a final de año en BondM Stuttgart entre 2010 y 2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BondM Stuttgart, Folletos de Emisión de Bonos

A pesar de aún tener un número reducido de emisores, el mercado tiene un crecimiento positivo en cuanto a este aspecto y se espera que siga creciendo en la misma línea.

La cifra mínima de volumen de emisión de bonos es de 10 millones de euros, aunque se podrá ver a continuación, en el Gráfico 20, que la mayoría de las empresas realizan emisiones muy por encima de esta cantidad, llegando algunas a los 225 millones de euros (Boerse Stuttgart, 2014) y con un promedio de emisión de las 26 empresas emisoras de casi 70 millones de euros (Boerse Stuttgart, 2014).

GRÁFICO 20: Volumen de emisión por empresa, en millones de €, en BondM Stuttgart entre 2010 y 2013.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BondM Stuttgart, Folletos de Emisión de Bonos

Como se había visto, el mercado BondM Stuttgart es el segmento más activo del mercado Mittelstand Bond Market de Alemania, que se divide en cinco sub-mercados por ciudades. El mercado al completo, en sus cuatro años de vida ha recaudado alrededor de

€3,5 billones (Boerse Stuttgart, 2014) para que las pequeñas y medianas empresas desarrollen sus negocios.

Se ha podido observar en este epígrafe este nuevo concepto de mercados financieros, dirigido a PYMES, en distintas fases de su evolución y, aunque en los primeros años de existencia, por lo general, el crecimiento no sea muy elevado, los volúmenes de emisión y negociación son muy positivos, lo que indica que cada vez habrá más pequeñas y medianas empresas dispuestas a acercarse a los mercados financieros para encontrar otras formas de financiar sus negocios, vistos los beneficios que estos pueden aportarles.

4.4. Otras alternativas públicas de financiación para PYMES.

La preocupación por el reducido acceso a la financiación por parte de las PYMES, ha obligado a las Administraciones Públicas españolas a llevar a cabo una serie de medidas para ofrecer nuevas fuentes de financiación públicas a las que puedan acceder las pequeñas y medianas empresas para dejar de depender en su gran mayoría del crédito bancario.

- Una de estas alternativas públicas se trata de las **líneas de liquidez del ICO**, que se ofrecen mayoritariamente a PYMES y emprendedores. Ya en el 2013 se intensificaron estas líneas de financiación para las PYMES dotándolas de un presupuesto mayor respecto a años anteriores. En los Presupuestos Generales del Estado para el 2014, se ha aumentado aún más esta cifra, llegando a tener el ICO un presupuesto de €36,1 millones (ICO, 2014) destinados a las líneas de mediación para PYMES, principalmente, para el Plan Renove Turismo y para cubrir los costes de intermediación entre las compañías que soliciten dichas líneas de crédito y las entidades financieras.

El lado negativo de esta alternativa está en el elevado crecimiento que las dotaciones de provisiones del ICO han tenido en los últimos tres años. Esto deriva en una posible pérdida de la calidad del crédito, que podría perjudicar a los fondos públicos. Por otro lado, el ICO se vio obligado a recurrir a los mercados financieros para captar fondos que luego se darían a las PYMES. Esto para los inversores no es beneficioso, porque realmente el dinero va a las PYMES que recurren al ICO y, por tanto, asumen el riesgo que puedan tener estas compañías

con una rentabilidad menor a la que obtendrían invirtiendo directamente en bonos o pagarés de las empresas de manera directa.

- Otra de las alternativas instauradas por las Administraciones Públicas para potenciar el crecimiento y saneamiento financiero de las PYMES fue la **emisión de pagarés** por parte de pequeñas y medianas empresas que tuviesen un aval público como garantía. Esta alternativa presenta dos inconvenientes importantes, que son por un lado, el posible perjuicio a las cuentas públicas debido al respaldo del Estado que implican estas emisiones de deuda, lo cual ya puso de manifiesto el Ministerio de Hacienda Pública, y, por otro lado, el poco atractivo que ofrecen estos pagarés para los inversores, ya que las empresas emisoras no tienen la obligación de informar públicamente sobre su solvencia para la devolución de los préstamos.
- Por último, siguiendo en la línea de la emisión de pagarés, pero esta vez por medio de la intermediación financiera, se crearon los **FTPYMES**, unos fondos de titulización de activos que consisten en transferir los riesgos de préstamos o créditos a entidades financieras. El problema principal de esta alternativa de financiación es que tampoco resulta demasiado atractiva para los inversores porque, al hacerse a través de Sociedades Vehículo (por sus siglas en inglés SPVs), la rentabilidad que se les ofrece es menor que la que obtendrían comprando deuda emitida directamente por las empresas.

A continuación, en el siguiente epígrafe, se verá el MARF encuadrado y caracterizado según sus ventajas e inconvenientes. Aunque sea evidente la presencia de debilidades dentro del mercado, en comparación con estas otras alternativas públicas de financiación desde el punto de vista del inversor y de las empresas emisoras el MARF es una mejor oportunidad para ambos. Para los inversores ofrece unas rentabilidades más altas con una mayor flexibilidad de actuación por la ausencia de intervención por parte de los organismos públicos. Esto se traduce en un mayor número de inversores institucionales interesados en participar en la compra de valores en el mercado y, por tanto, más posibilidades de obtener financiación para las empresas.

4.5. Identificación de las ventajas del MARF.

Para cumplir con el objetivo principal de este trabajo, se verán a continuación las diferentes ventajas, y también debilidades, que presenta el MARF frente a otras fuentes de financiación a las que acuden las PYMES. Se parte de la hipótesis de que este mercado es una alternativa disponible para las PYMES a la hora de financiarse, especialmente frente al crédito bancario, ya que se trata de la fuente de financiación tradicional y más utilizada por este tipo de empresas.

En primer lugar, veremos los **inconvenientes** que presenta el mercado tanto para las empresas como para los inversores:

- Debido a la salida a un mercado financiero por parte de las empresas, éstas se enfrentan a un mayor escrutinio de la actividad empresarial, es decir, un análisis mucho más minucioso por parte de los organismos reguladores como la CNMV. A nivel de la propia empresa, esto implica un mayor control externo sobre las cuentas de la compañía y, por tanto, una menor autonomía. Además, a nivel de mercado, el grado de competencia y competitividad es más elevado.
- Profundizando más en el punto anterior, la emisión de bonos y pagarés en el MARF supone una pérdida de la privacidad para las compañías, ya que atendiendo a los requisitos del mercado, éstas deben hacer pública su información financiera y contable al mercado y a los inversores, así como publicar el documento informativo de admisión al MARF. Esta norma implica una disminución de la confidencialidad de las empresas y una limitación de la capacidad de adelantarse a los competidores en cuestiones relacionadas con el negocio porque la información relevante de la empresa también se encuentra disponible para ellos.
- Las diferentes acciones previas a la emisión de deuda y durante la cotización de los valores implican unos costes para las empresas emisoras recogidos en la Circular-9/2013 del MARF, que son las tarifas por estudio de la documentación para ser admitido en el mercado y tarifas por incorporación, mantenimiento y exclusión de valores, así como los honorarios por la negociación y supervisión de valores y los relacionados con el acceso a la plataforma SEND (BME, 2013c).

- Además, las compañías emisoras se verán obligadas al cumplimiento de las exigencias de regulación e información que exige el MARF. Un “*Senior Management*” deberá comunicar la estrategia de la compañía a los inversores y están obligadas a tener un “*Investor Relations*” una vez hecha la emisión.
- Como ya se ha visto anteriormente las cifras mínimas de emisión e inversión podrían no ser las más adecuadas teniendo en cuenta el tipo de compañías e inversores a los que va dirigido el mercado. La cifra mínima de emisión en el MARF es de 20 millones de euros, cantidad a la cual la mayoría de PYMES no tienen capacidad de llegar a la hora de endeudarse. Por otro lado, la inversión mínima para participar en el mercado es de 100.000 euros. Al estar únicamente dirigido a inversores institucionales, no supone un problema importante, pero si en algún momento se quiere incluir a los inversores *retail* en el mercado esta cifra debería ser revisada.

Los inconvenientes que presenta el MARF se deben fundamentalmente a la novedad que supone el mercado, ya que se encuentra aún en el momento de toma de contacto para ver cómo se desarrolla, con la posibilidad de introducir los cambios necesarios para que sea lo más beneficioso posible para la PYMES, cumpliendo su objetivo.

Pero, además de los problemas que presenta, aún modificables, es evidente que también ofrece una serie de **ventajas** de las que se pueden beneficiar las empresas con su participación en el mercado a través de la emisión de bonos y pagarés, éstas son:

- La emisión de bonos y pagarés en el MARF permite un acceso a financiación inmediata, a través de la introducción de los instrumentos financieros en el mercado. Esto ofrece a las compañías una mayor flexibilidad financiera y la posibilidad de una financiación a largo plazo.
- Por otro lado, se produce un aumento de la visibilidad en distintos aspectos: Mejora la visibilidad mediática de la empresa, a través del rating se ofrece una mayor transparencia en cuanto al posicionamiento estratégico. Además, hay una mejora de la visibilidad con clientes y proveedores, y un incremento de la profesionalización del

equipo directivo, que viene dado por la necesidad informar detalladamente al público de su actividad empresarial y conocimiento del funcionamiento de los mercados financieros, riesgos y rentabilidades de las emisiones.

- A parte de un mayor acceso a la financiación, el MARF implica una diversificación de las fuentes de financiación de la compañía, es decir, el acceso a un mayor número de financiadores o inversores. De esta forma, las compañías tienen la posibilidad de diversificar el riesgo de financiación, esto implica que si alguna de las fuentes de financiación, como los bancos en el caso de la crisis, tiene problemas, las empresas aún pueden recurrir a otras fuentes de financiación y continuar en línea con su actividad empresarial, sin verse obligados a deshacerse de recursos humanos y materiales con la consecuente disminución de actividad y del beneficio obtenido.
- Otras de las ventajas es la posibilidad de planificación y control respecto a la actividad y estrategia como consecuencia de las cláusulas del bono. Esto implica una auto-imposición de disciplina financiera y una mayor flexibilidad en la gestión del crédito ya que los mercados financieros son más estables. Además, esta manera de obtener financiación no requiere “*covenants*” financieros, lo que ofrece más flexibilidad para la actividad corporativa.
- Por último, en cuanto a la governabilidad, la emisión de títulos en el MARF permite mantener la independencia gubernativa. Este es uno de los motivos que por el que muchas empresas no han querido acceder al MAB, ya que muchas PYMES españolas se tratan de empresas familiares y no quieren perder el control sobre ellas. Por eso, el MARF ofrece una ventaja en este aspecto ya que la emisión de bonos no altera el accionariado de la compañía.

Del mismo modo en que el MARF requiere una flexibilidad para adaptarse a posibles cambios necesarios para afrontar los inconvenientes vistos anteriormente, también deberá explotar al máximo estas ventajas para crecer tanto en número de empresas emisoras como en volúmenes de emisión, negociación y saldo vivo.

TABLA 5: Cuadro resumen de ventajas e inconvenientes

VENTAJAS	INCONVENIENTES
Mejor acceso a financiación que permite una mayor flexibilidad	Mayor investigación de la actividad empresarial por parte de los órganos reguladores
Mayor visibilidad mediática y con clientes y proveedores	Pérdida de la privacidad y confidencialidad frente a competidores
Profesionalización del equipo directivo en aspectos financieros	Costes previos a la emisión y durante la misma
Diversificación de las fuentes de financiación	Exigencias de regulación e información
Posibilidad de planificación y control	Cifras mínimas de emisión e inversión, por encima de las capacidades de muchas PYMES y de inversores particulares
Se mantiene la independencia gubernativa de las compañías	

5. CONCLUSIONES

Tras haber visto la situación de financiación de las PYMES en España, la descripción detallada del MARF y la evaluación comparativa de éste con otros mercados de características similares y con otras alternativas de financiación, se procederá a la conclusión de este trabajo con la recopilación de una serie de razones que hacen del MARF un mercado con buen potencial de crecimiento para llegar a convertirse en una partida relevante dentro de la estructura de financiación de las PYMES en España.

En primer lugar, el momento elegido para la creación de este mercado parece el más adecuado, dada la estructura del pasivo de las PYMES y sus alternativas de financiación al crédito bancario. Puede pensarse que debido a la crisis ha habido demasiadas pequeñas y medianas empresas que han tenido que cerrar sus negocios tras verse sin recursos financieros para continuar desarrollando sus actividades económicas, pero ahora que ya se empieza a apreciar el comienzo de la recuperación económica en el país y que paulatinamente va volviendo la confianza en los mercados financieros españoles por parte de los inversores nacionales y extranjeros, el MARF tiene mayores posibilidades de éxito y crecimiento, atrayendo cada vez a más empresas e inversores para emitir e invertir en él.

El mismo día de la apertura del MARF salía publicado en el periódico digital El Confidencial un artículo escrito por María Igartua, Pedro Calvo y Eduardo Segovia con el siguiente titular: *“El MARF aspira a quitarse la sombra del MAB para ser una auténtica alternativa”*, debido al limitado número de participantes con los que cuenta el MAB. Se menciona en el artículo que el MARF necesita tener mayor fortuna para ser una verdadera alternativa de financiación para PYMES, pero no es una cuestión de suerte. Además del factor *momentum* que se ha mencionado antes, el hecho de emitir deuda no implica una diversificación del accionariado de la compañía, razón por la cual un gran número de PYMES son reacias a emitir capital en el MAB ya que supone una pérdida de control de la empresa. Por tanto, se puede afirmar que en el factor tiempo y en el tipo de valores emitidos el MARF tiene una clara ventaja sobre el MAB.

Por otro lado, se ha visto que otras medidas públicas para facilitar el acceso de las PYMES a fuentes de financiación distintas al crédito bancario han sido llevadas a cabo, aunque quedaba ya mencionado que frente a esas otras alternativas, el MARF ofrece un mayor

atractivo para los inversores y para las empresas ya que la emisión de bonos y pagarés en el mercado, al contrario que las otras alternativas, no precisa de mediación por parte de ningún organismo público para llegar a los inversores y, por tanto, conlleva una mayor rentabilidad para estos.

Sin haber entrado en detalle en ellas, también quedaba anotada la existencia de otras fuentes de financiación para las PYMES que se han desarrollado con cierta relevancia desde el inicio de las crisis y la consecuente reducción del crédito bancario. Se trata de los *Hedge Funds*, *Private Equities* y *Venture Capitals* que, como instituciones privadas dedicadas a la inversión en compañías para financiar el desarrollo y expansión de sus negocios, han tomado mucha relevancia en los últimos años. El problema de estas sociedades de inversión es que exigen unas rentabilidades muy elevadas, que en la mayoría de ocasiones no pueden permitirse las PYMES. Además, la entrada de este tipo de inversores puede conllevar también una pérdida de control de la compañía si estos exigen participar en la gestión de la compañía.

Por último, el análisis realizado sobre la evolución de otros mercados alternativos de emisión de deuda en Europa, con características similares al MARF permite entender que este tipo de mercados financieros tienen un buen potencial de crecimiento y que su atractivo para empresas e inversores es cada vez mayor.

El mercado noruego ABM Oslo es el más claro ejemplo representativo del posible éxito que pueden alcanzar estos mercados debido a su mayor antigüedad. En menos de diez años este mercado ha alcanzado un número de empresas y unos volúmenes de negociación muy positivos, lo que implica una recaudación importante para financiar a aquellas empresas que han preferido diversificar sus estructuras de pasivo y así disminuir riesgos de liquidez asociados a una falta de financiación.

Las principales características de las que debe aprender el MARF son el tipo de inversores a los que va dirigido el mercado y la cifra mínima de volumen de emisión. Como se había mencionado antes, el ABM Oslo está dividido en dos sub-mercados para que puedan acceder a él inversores tanto particulares como profesionales. Aunque no necesariamente de la misma manera, sí podría ser una buena oportunidad para el MARF considerar la opción de permitir el acceso de inversores *retail* para así atraer a un mayor número de posibles financiadores. Por otro lado, se observaba que la cifra mínima de emisión es muy elevada

para muchas de las empresas que se consideran PYMES y, por tanto, se debería disminuir de forma que un mayor número pueda beneficiarse de las ventajas que ofrece el mercado.

Como conclusión final, se puede decir que aún es demasiado pronto para evaluar cómo será el crecimiento del MARF y si realmente conseguirá alzarse como una verdadera alternativa de financiación para las PYMES. De todas formas, un estudio realizado por la compañía Axesor sobre las perspectivas del mercado, demuestra que en la actualidad habría alrededor de 800 empresas que cumpliesen con los requisitos necesarios para emitir en el mercado. Las perspectivas a largo plazo del mercado son buenas y esa cifra aumentará según se vayan saneando las empresas. El crecimiento inicial, de acuerdo con el análisis realizado, será lento y será necesario un esfuerzo muy grande por parte de sus participantes para impulsarlo y conseguir que tenga el éxito que se espera de él, pero que paulatinamente las empresas españolas dejarán de estar aferradas a los bancos como principales financiadores para hacer competitivos los mercados españoles, así como cada vez más atractivos para obtener financiación extranjera.

En unos años se podrá saber si todas estas esperanzas tan positivas a cerca del mercado tenían un fundamento sólido, lo que se espera sea afirmativo y ello signifique que las mayores creadoras de empleo del país hayan podido encontrar solución a sus problemas de financiación. A través de este trabajo se da a conocer con más detalle la utilidad práctica del mercado MARF, destacando las ventajas para las PYMES que lo convierten en una alternativa real y conveniente como fuente de financiación.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Alonso Ledesma, C. (Febrero de 2012): *Aspectos jurídicos de la financiación de las PYMES. Problemas y posibles soluciones*. Sala de Prensa - Eventos. Banco de España.
- Alternext (2014): *Alternext Market Model and Rules*. Euronext. Markets. Disponible en URL <https://www.euronext.com/markets/nyse-alternext> [Última consulta 8 de marzo de 2014]
- Arcano Valores (2014a): *Financiación no bancaria: Novedades. Informe MARF al día Enero 2014*. Presentaciones/Informes Grupo Arcano
- Arcano Valores (2014b): *Financiación no bancaria: Novedades. Informe MARF al día Febrero 2014*. Presentaciones/Informes Grupo Arcano
- Axesor (2013): *800 pymes españolas podrán financiarse gracias al MARF, que ofrecerá rentabilidades cercanas al 7%*. Axesor - Sala de Prensa.
- Banco Central Europeo (2012): *El endeudamiento de las empresas en la zona Euro*. Boletín Mensual BCE. Disponible en URL <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/12/Fich/bm1202-4.pdf> [Última consulta 20 de marzo de 2014]
- Banco de España (2012a): *Resultados anuales 2012 de las Sociedades no financieras*. Central de Balances. Disponible en <http://www.bde.es> [Última consulta 25 de marzo de 2014]
- Banco de España (2012b): *Resultados anuales 2012 de los Hogares*. Central de Balances. Disponible en <http://www.bde.es> [Última consulta 25 de marzo de 2014]
- Banco de España (2013): *Resultados anuales 2012 del Total Empresas*. Central de Balances. Disponible en URL <http://www.bde.es> [Última consulta 15 de marzo de 2014]
- Banco de España (2014a): *La evolución del crédito bancario a las empresas españolas según su tamaño*. Boletín Económico. Disponible en URL <http://www.bde.es> [Última consulta 13 de marzo de 2014]
- Banco de España (2014b): *Cuadro 4.18 - Total crédito y créditos dudosos a otros sectores residentes para financiar actividades productivas*. Boletín Estadístico. Disponible en URL <http://www.bde.es> [Última consulta 13 de marzo de 2014]

- Boerse Stuttgart (2014): *Trading Segments and Trading Initiatives, BondM*. Boerse Stuttgart, BondM. Disponible en URL <https://www.boerse-stuttgart.de/en/tradingsegmentsandtradinginitiatives/bondm/bondm.html> [Última consulta 8 de marzo de 2013]
- Boletín Oficial del Estado (1988): *Ley 24/1988, del Mercado de Valores*. BOE núm. 181.
- Boletín Oficial del Estado (2010): *Real Decreto Legislativo 1/2010, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*. BOE núm. 161.
- Boletín Oficial del Estado (2013): *Circular 2/2013, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva*. BOE núm. 124.
- Bolsas y Mercados Españoles (2012): *El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación*. Disponible en URL http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/emp_expansion/PresentacionMAB.pdf [Última consulta 18 de marzo de 2014]
- Bolsas y Mercados Españoles (2013a): *Mercado Alternativo de Renta Fija*. Disponible en URL <http://www.bmerf.es/docs/esp/bmerf/MARF.pdf> [Última consulta 18 de febrero de 2014]
- Bolsas y Mercados Españoles (2013b): *Reglamento del Mercado Alternativo de Renta Fija, MARF*. Disponible en URL http://www.aiaf.es/docs/esp/Documentos/REGLAMENTO_ES_MARF.pdf [Última consulta 20 de febrero de 2014]
- Bolsas y Mercados Españoles (2013c): *Circular 9/2013, Sobre Tarifas del MARF*. BME Renta Fija. MARF. Documentos. Disponible en URL <http://www.bmerf.es/esp/asp/Documentos/circulares.aspx?id=esp> [Última consulta el 26 de marzo de 2014]
- Bolsas y Mercados Españoles (2014): *El Mercado de Renta Fija. Informe Anual 2013*. Disponible en URL http://www.aiaf.es/docs/Ficheros/Informes/anual_esp.pdf [Última consulta 5 de marzo de 2014]
- Bolsas y Mercados Españoles (2014b): *Estadísticas AIAF*. BME Renta Fija, AIAF. Disponible en URL <http://www.bmerf.es/esp/asp/Aiaf/EstadisAIAF.aspx> [Última consulta 10 de marzo de 2014]

- Buil, P. y Hernández, A. (2012): *La financiación de las PYMES en España: emergencia a corto, desafío a largo*. Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa", Informe Mensual mayo 2012
- Calderón Patier, C. y González Lorente, A. (2012): *Políticas públicas para incentivar el acceso a la financiación de las pymes en España: El Mercado Alternativo Bursátil (MAB)*. Revesco: Revista de estudios cooperativos. N° 109, p. 81-109
- Comisión Europea (2006): *La nueva definición de PYME. Guía del usuario y ejemplo de declaración*. Oficina de Publicaciones. Publicaciones de empresa e industria.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2014a): *Tecnocom encarga a dos bancos de inversión la exploración de una emisión de bonos en el MARF*. CNMV, Hechos relevantes Tecnocom, 21 de marzo de 2014.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2014b): *Rating de la agencia de calificación Axesor Rating*. CNMV, Hechos relevantes Tecnocom, 21 de marzo de 2014.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2014c): *Rating de la agencia de calificación Scope Ratings*. CNMV, Hechos relevantes Tecnocom, 21 de marzo de 2014.
- Cotizalia (2014): *Cotizaciones diarias MAB y precios históricos*. El Confidencial, Cotizalia, MAB. Disponible en URL <http://www.elconfidencial.com/mercados/indice/mab/> [Última consulta 15 de marzo de 2014]
- DIRCE (2013a): *Directorio Central de Empresas: explotación estadística (por número de asalariados)*. INE Estadísticas. DIRCE 2013. Disponible en URL <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft37%2Fp201&file=inebase&L=0> [Última consulta 20 de febrero de 2014]
- DIRCE (2013b): *Movimientos del DIRCE, altas y bajas*. INE Estadísticas. DIRCE 2013. Disponible en URL <http://www.ine.es/jaxiBD/tabla.do?per=12&type=db&divi=DIR&idtab=11> [Última consulta 20 de febrero de 2014]
- DIRCE (2013c): *Directorio Central de Empresas: explotación estadística (por forma jurídica)*. INE Estadísticas. DIRCE 2013. Disponible en URL <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft37%2Fp201&file=inebase&L=0> [Última consulta 20 de febrero de 2014]

- Expansión (2013): *Competencia pedirá información al Banco de España y al sector sobre el techo a los depósitos*. Periódico Expansión 16 de enero de 2013. Disponible en URL <http://www.expansion.com/2013/01/16/empresas/banca/1358351453.html> [Última consulta 15 de marzo de 2014]
- Fernández de Lis, S. (2012): *La financiación de las PYMES en España*. BBVA Research.
- Giralt, A. y González Nieto, J. (2012): *Financiación de la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB*. Fundación de Estudios Financieros.
- Gobierno de España (2013): *Plan de estímulo económico y apoyo al emprendedor*. Sala de Prensa Gobierno de España. Disponible en URL <http://www.lamoncloa.gob.es/home.htm> [Última consulta 4 de marzo de 2014]
- Guijarro, P. y Mañueco, P. (2013): *MARF: Perspectives and risks for Spain's new alternative fixed income market*. Funcas - Publicaciones.
- Igartua, M., Calvo, P. y Segovia, E. (2013): *El MARF aspira a quitarse la sombra del MAB para ser una auténtica alternativa*. El Confidencial. 8 de octubre de 2013. Disponible en URL http://www.elconfidencial.com/mercados/2013-10-08/el-marf-aspira-a-quitarse-la-sombra-del-mab-para-ser-una-autentica-alternativa_38482/ [Última consulta 5 de enero de 2014]
- Instituto de Crédito Oficial (2014): *Condiciones Línea ICO Empresas y Emprendedores 2014*. Disponible en URL <http://www.ico.es> [Última consulta 18 de marzo de 2014]
- Integra IMB (2013): *Observatorio Mercado Alternativo Bursátil. Análisis del primer semestre 2013*. Disponible en URL http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/emp_expansion/articulos/MAB_Report_1er_Semestre_2013.pdf [Última consulta 3 de marzo de 2014]
- London Stock Exchange (2014): *AIM Issues, Companies and Advisors*. AIM Market, LSE. Disponible en URL <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm> [Última consulta el 7 de marzo de 2014]
- Martín - Oliver, A., Ruano, S. y Salas - Fumás, V. (2012): *Effects of Equity Capital on the interest rate and the demand for credit. Empirical evidence from Spanish Banks*. Banco de España. Documentos de trabajo nº 1218.

- Martínez Carrascal, I. (2012): *Ajuste de capacidad del sistema financiero español*. Estudios y Análisis Económico, la Caixa, Documento de trabajo 09/12
- Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación (2012): *Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera*. Sala de prensa Ministerio de Economía y Competitividad. Disponible en URL <http://www.mineco.gob.es/> [Última consulta 4 de marzo de 2014].
- Monge, P. (2014): "El MARF no será un mercado de salir y entrar todos los días". *Entrevista a José Luis Suárez, presidente de Copasa*. Periódico Cinco Días 6 de Febrero de 2014. Disponible en URL http://cincodias.com/cincodias/2014/02/05/mercados/1391629535_098639.htm [Última consulta 7 de febrero de 2014]
- Nordic ABM (2011): *The Oslo Bors alternative marketplace for fixed income instruments*. Disponible en URL http://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/Products-and-services/Brochure-material/Bonds [Última consulta 17 de marzo de 2014]
- NYSE Alternext (2013): *Le marché boursier sur mesure pour les PME-ETI*. Euronext - Publications.
- Olmo García, F. del (2013): *La financiación tradicional de las pymes en España: un análisis en el marco de la Unión Europea*. Instituto Universitario de Análisis Económico y Social - Universidad de Alcalá.
- Oslo Bors (2014): *ABM Oslo Annual Statistics*. Oslo Bors. ABM Market. Annual Statistics.
- Ramos-Juste, J. (2013): *El Mercado Alternativo de Renta Fija: atractiva oportunidad de inversión*. IEB Investigación.
- Sarriá Pedroza, J. H. y Ramos-Juste, J. (2013): *MARF: Oportunidad para PYMES y perspectiva para inversores*. IEB Investigación
- Solventis (2013): *¿Cuántas empresas hay en España con capacidad para emitir en el MARF?* Solventis Notas de Prensa.

7. GLOSARIO DE TÉRMINOS Y ACRÓNIMOS

- **ABM Oslo:** Alternative Bond Market en Oslo, Noruega
- **AIAF:** Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
- **AIM:** Alternative Investment Market, es el mercado alternativo bursátil de Reino Unido
- **BDE:** Banco de España
- **BME:** Bolsas y Mercados Españoles, operador de todos los valores y sistemas financieros españoles.
- **BOE:** Boletín Oficial del Estado.
- **CNMV:** Comisión Nacional del Mercado de Valores, organismo oficial encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles.
- **Covenant financiero:** Compromiso que contraen el prestatario y el deudor en el contrato de un préstamo. Pueden ser compromisos positivos, acciones que deben hacerse, o compromisos negativos, acciones que no deben hacer.
- **DIRCE:** Directorio Central de Empresas
- **EBITDA:** Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, por sus siglas en inglés (Earning Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations), es el resultado de explotación, calculado con los ingresos por ventas menos los costes derivados de la explotación del negocio.
- **ESMA:** European Securities and Markets Authority, órgano europeo encargado de la supervisión de los mercados financieros oficiales de la Unión Europea.
- **Free-float:** Capital flotante, es el porcentaje de acciones emitidas por una empresa con el que se puede negociar libremente en Bolsa sin estar en manos de accionistas fijos.
- **Hedge Fund:** Fondo de cobertura, es un instrumento financiero de inversión de alto riesgo.
- **ICO:** Instituto de Crédito Oficial
- **IEB:** Instituto de Estudios Bursátiles
- **INE:** Instituto Nacional de Estadística
- **Inversor retail:** Inversores particular, que compra y vende en su nombre y no en el de ninguna institución.
- **Investor Relations:** Se trata de un puesto dentro del equipo de gestión estratégica encargado de proporcionar una eficaz comunicación entre la compañía, los mercados financieros y otros agentes para así obtener una valoración justa de la compañía-

- **LIFEE:** London International Financial Futures and Options Exchange, mercado de derivados (opciones y futuros) en Reino Unido que forma parte del NYSE Euronext.
- **MAB:** Mercado Alternativo Bursátil
- **MARF:** Mercado Alternativo de Renta Fija
- **MoU:** Memorandum of Understanding, documento que expone un acuerdo entre dos partes expresando la intención de realizar acciones en común.
- **NYSE:** New York Stock Exchange
- **Private Equity:** Se trata de un estilo de actividad económica que consiste en compañías que invierten en empresas no cotizadas para potenciar su expansión.
- **SMN:** Sistema multilateral de negociación, *“sistema, operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100 por ciento por una o varias sociedades rectoras, que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en esta Ley”* (Ley 24/1988, Artículo 118).
- **SPV:** Special Purpose Vehicle, sociedades independientes creadas para la financiación de proyectos, de forma que los accionistas no carguen con el riesgo del proyecto.
- **USPP:** United States Private Placement Market, mercado de bonos corporativos en Estados Unidos.
- **Venture Capital:** Es una forma de actuación dentro de los Private Equities que invierte en empresas que se encuentran en los primeros momentos de su creación o en aquellas que necesitan financiación para empezar el negocio.