



ICADE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

Alternativas de Financiación para PYMES: MARF

Autor: Patricia Pérez Martín

Director: Itziar Gómez de la Vega Pedruelo

Madrid

Julio 2015

Resumen

Como solución a la estrangulación del crédito y la excesiva bancarización resultado de la crisis se creó el mercado alternativo de renta fija en octubre de 2013. El objetivo principal de este mercado es facilitar la financiación a las PYMES en España, uno de los sectores más afectados por esta crisis.

Este mercado, al igual que sus homólogos creados en varios países de Europa a lo largo de los últimos años, pretende facilitar el acceso a financiación a las pequeñas y medianas empresas de nuestro país mediante la simplificación de los requisitos exigidos. Esta simplificación les permite reducir sus costes y por tanto hace que sea más factible para estas empresas el acceso a la financiación.

El mercado alternativo español, que es el tema principal del trabajo, ha conseguido hasta el momento un gran volumen de emisión a además de sacar adelante emisiones muy variadas. En los últimos meses hemos visto salir al mercado a un fondo de titulización de derechos de cobro de distintas PYMES, un Project bond para la construcción de una autovía y la primera SL que empezaba a cotizar.

Finalmente hemos querido comprobar si el mercado alternativo español está afectado ante el riesgo de nuestro país. Para comprobar esto hemos realizado un modelo estimado por mínimos cuadrados ordinarios donde nuestra variable endógena es el tipo de interés de los precios cotizados en el mercado alternativo y nuestra variable exógena son los tipos de interés pagados por la deuda pública española a 10 años.

Como resultado hemos encontrado que efectivamente existe una relación entre las dos variables que hemos elegido para el estudio y que, por tanto, las variaciones en los tipos pagados por la deuda pública afectan a las variaciones en los tipos pagados por la emisión de bonos en el mercado alternativo de renta fija. Con esto podemos llegar a la conclusión de que el aumento del riesgo de nuestro conlleva a que a nuestras pequeñas y medianas empresas les cueste más caro financiarse en este mercado.

Abstract

As a solution to the credit squeeze and excessive presence of the banking system result of the crisis, the alternative fixed income market was created in October 2013. The main objective of this market is to provide financing to SMEs in Spain, one of the sectors most affected by this crisis.

This market, like its counterparts created in several European countries over recent years, aims to facilitate access to finance for small and medium enterprises in our country by simplifying the requirements. This simplification allows them to reduce their costs and thus makes access to financing is more feasible for these companies.

The Spanish alternative market, which is the main theme of the work so far achieved a large volume of emission in addition to push through very different emissions. In recent months we have seen come to

the market to fund securitization of receivables from various SMEs a bond Project for the construction of a highway and the first SL which began trading.

Finally we wanted to check whether the Spanish alternative market is affected by the risk of our country. To check this, we have made an estimate by OLS where our endogenous variable is the interest rate on prices quoted on the alternative market and our exogenous variable interest rates are paid by the Spanish 10-year government bonds model.

As a result we have found that there is indeed a relationship between the two variables we have chosen for the study and, therefore, changes in the rates paid on public debt affect variations in the rates paid by the issuance of bonds in the alternative fixed income market. With this we can conclude that the increased risk of our lead to our small and medium-sized enterprises financed costs them more expensive in this market.

ÍNDICE

1.	Introducción	7
1.1	Objetivo de la investigación	7
1.2	Justificación y relevancia	7
1.3	Estructura de la Investigación	10
2.	Marco Teórico	11
2.1	Los mercados alternativos de renta fija en Europa	11
2.1.1	Origen y características comunes	11
2.1.2	Mercado Noruego: Nordic ABM	12
2.1.3	Mercado Alemán: BondM	13
2.1.4	Mercado Francés: Alternext	14
2.1.5	ExtraMOT PRO: El mercado de mini bonos italiano	14
2.2	MARF	15
2.2.1	La desintermediación de la economía en España: origen del MARF	15
2.2.2	Descripción y características fundamentales	16
2.2.3	Participantes	17
2.2.4	Marco normativo	21
2.2.5	Tipología de emisiones registradas en MARF	23
2.2.6	Retos para el futuro	26
3.	Parte empírica	29
3.1	Planteamiento del modelo	29
3.2	Muestras y datos	30
3.3	Resultados	31
3.4	Limitaciones y futuras líneas de investigación	35
4.	Otras fuentes de financiación alternativa	35
4.1	Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	35
4.2	Capital Riesgo	36
5.	Conclusiones	37
6.	Bibliografía	39

1. Introducción

1.1 Objetivo de la investigación

Como solución al problema del acceso a la financiación en el caso de las PYMES españolas el pasado septiembre de 2012 el Ministerio de Economía anunciaba la creación de un Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) que más tarde emprendió su marcha en octubre de 2013.

El objetivo de la creación de este mercado era abrir una vía mediante la cual las PYMES más sanas y solventes pudiesen acceder a liquidez a corto y medio plazo. De esta manera podrían acceder a los recursos excedentarios de inversores nacionales y extranjeros mediante la emisión de títulos de renta fija.

El objetivo de esta investigación es el estudio de los diversos mercados alternativos de renta fija que han ido surgiendo en los últimos años y su funcionamiento para, finalmente llegar a entender cuál es su función, con qué objetivo fueron creados, cuáles son las principales diferencias entre ellos y comprobar si los precios de financiación del mercado español están relacionados con el riesgo de nuestro país.

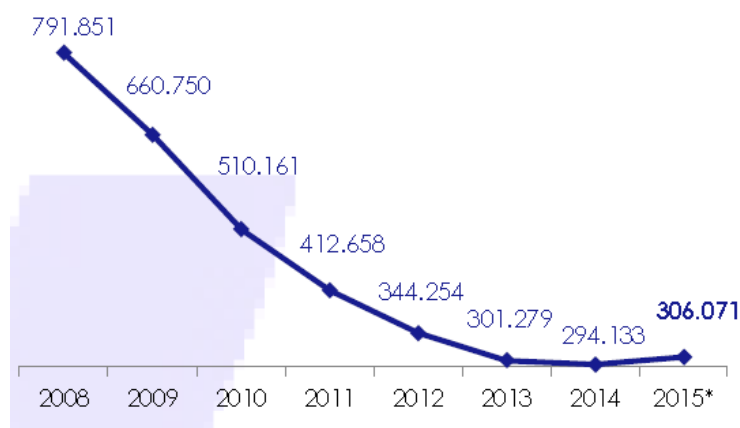
1.2. Justificación y relevancia

España es un país en el que el sistema financiero tiene una presencia muy alta y tanto empresas como particulares tienen una gran dependencia de él a la hora de obtener los recursos que les sean necesarios. Para hacernos una idea de la magnitud de esta dependencia la financiación bancaria se estima en 90% de la financiación total dejando solo un 10% a la financiación alternativa. En estos países de Europa también existe una gran presencia del sistema bancario pero menor que la española: un 50% de financiación bancaria en Francia y un 20% en EEUU (donde la financiación alternativa tiene mucho más peso). La función del sistema financiero por tanto es actuar como intermediario entre prestamistas y prestatarios facilitando el acceso a este tipo de recursos.

Esta dependencia hacia el sistema financiero se ha mostrado como una fuerte debilidad estructural (IEB-Asexor, 2015) y ha hecho mucho más difícil la recuperación de la economía.

Una de las muchas consecuencias hasta las que nos ha llevado la crisis financiera ha sido que las entidades financieras han dejado de actuar como la parte prestamista para muchas empresas. Este problema es especialmente grave en el caso de las pequeñas y medianas empresas. Esto es así ya que, debido a su pequeño tamaño, tienen que hacer frente a un mayor número de dificultades a la hora de acceder a los mercados de capitales. Por otra parte, también hay que tener en cuenta que estas empresas utilizaban estos recursos tanto para su operativa corriente como para realizar sus inversiones y por tanto, eran altamente dependientes del sistema bancario.

Gráfico 1: Préstamos bancarios a PYMES 2008-2015 (En millones de euros)



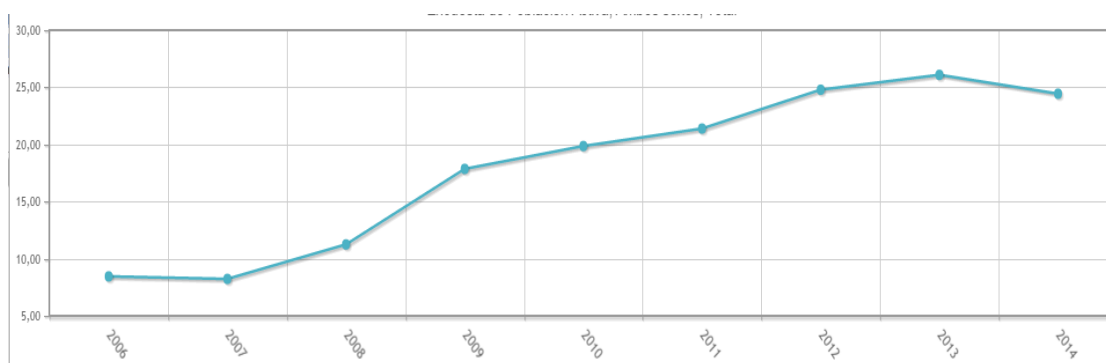
Fuente: CITI (2015 es una estimación)

Como podemos observar en el gráfico anterior los niveles de crédito han caído en más de un 37% desde 2008 hasta 2014. Lo que, como ya hemos dicho, ha causado graves estragos en la capacidad para obtener recursos para las PYMES españolas en los años de crisis.

Por tanto hay que buscar alternativas para romper con esta dependencia. Otra de las vías que hace posible la canalización de los recursos entre prestamistas y prestatarios es el mercado de capitales cuya función es hacer posible el encuentro entre inversores y demandantes de recursos en el mercado.

Como hemos dicho anteriormente la crisis española ha causado graves estragos en la obtención de financiación pero otra de sus graves consecuencias es el gran desempleo que ha dejado atrás, que aún sigue siendo muy elevado. Si observamos el gráfico a continuación podemos observar como el nivel de paro en 2006 no llegaba a el 10% de la población activa y ha ido creciendo constantemente hasta alcanzar un nivel del 26.09% en 2013. Desde este punto se está viendo reducido pero a un ritmo muy lento.

Gráfico 2: tasa de paro anual en España



Fuente: (Instituto nacional de Estadística- Encuesta de población activa)

Siguiendo la definición de pyme (véase tabla 1) podemos observar que la gran parte de las empresas, de nuestro país y de la unión europea en general, entran dentro de esta definición y por tanto conforman una gran parte de nuestro tejido empresarial. En la Unión Europea existen aproximadamente 23 millones de pequeñas empresas que contribuyen a aumentar en empleo aportando 75 millones de puestos de trabajo y que siguiendo la definición del siguiente cuadro podemos afirmar que representan un 99% de las empresas de la unión europea y prácticamente un 100% de las españolas (Oficina de publicaciones de la Comisión Europea, 2006). Es por esto que creemos que sería necesario prestar mucha atención y empeño en entender e implementar todas las medidas posibles para intentar solucionar esta situación. En este caso, nosotros pensamos que los mercados alternativos de renta fija juegan un papel muy importante.

Tabla 1: Definición de PYME

Categoría	Número de empleados	Volumen de Negocio	Balance General
Mediana	< 250 empleados	≤ 50 millones	≤ 43 millones
Pequeña	< 50 empleados	≤ 10 millones	≤ 10 millones
Microempresa	< 10 empleados	≤ 2 millones	≤ 2 millones

Fuente: (Comisión Europea, Empresa e Industria)

Además de todo lo anteriormente dicho, se han llevado a cabo diversas políticas monetarias para solventar este problema y que finalmente no han tenido el resultado esperado. Hace pocos meses se llevó a cabo un QE (Quantitative Easing) con el objetivo de dotar de liquidez a las entidades financieras y por tanto reactivar el crédito hacia la economía, pero el resultado no fue ese.

Las entidades financieras, ante las exigencias de los reguladores, están utilizando esta liquidez para fortalecer sus balances y cumplir con los requisitos regulatorios que ha impuesto recientemente por ejemplo Basilea III. Si bien es cierto que también está empezando a aumentar el nivel de crédito ofrecido por las entidades, aunque sería apenas un 4% superior al crédito concedido en 2014 (podemos verlo reflejado en las expectativas de crédito para 2015 del gráfico anterior), es necesario diversificar las fuentes de financiación para terminar esta gran dependencia del sistema bancario que comentábamos anteriormente

Finalmente cabe destacar que este conjunto de políticas monetarias además de la baja inflación del país ha llevado a que los tipos de interés se encuentren en un nivel muy bajo y esto ha conllevado la entrada de nuevos inversores a los mercados buscando una rentabilidad mayor.

Es por eso que decidimos centrarnos en el estudio de los mercados alternativos de financiación que nos parece tienen un gran papel intentando solventar el problema de financiación de las pequeñas y medianas empresas, y en concreto en el de nuestro país, España, donde es muy necesario.

1.3. Estructura de la Investigación

En primer lugar explicaremos cuál fue el origen de estos mercados alternativos a nivel europeo de entre los que nos centraremos en el alemán, francés, noruego, italiano y sobre todo el español. A continuación haremos una revisión de las principales características de estos mercados. Hablaremos de cuando fueron creados, cuáles son los requisitos principales de acceso a estos mercados y sus características. Al tratarse de mercados alternativos sus requisitos están mucho más simplificados que en el caso de los grandes mercados de capitales para facilitar el acceso a empresas que no pueden acceder a estos grandes mercados.

Por otra parte veremos también a qué tipo de inversores están dirigidos estos mercados ya que en este punto sí que existen grandes diferencias entre los diversos mercados alternativos.

A continuación nos centraremos en el punto principal de nuestra investigación, el MARF (Mercado Alternativo de renta fija). Hablaremos tanto de sus requisitos, como en los mercados anteriormente mencionados, como de los diversos participantes en este mercado, cuál es su papel, o el amplio abanico de tipos de emisiones que se están abriendo paso en este mercado.

Por último, y entrando en la parte más empírica de la investigación, haremos, mediante el uso de un modelo econométrico, una comparación entre varias emisiones del mercado español (MARF) y la deuda pública española. En esta comparación nos fijaremos en los precios que las empresas, las cuales han lanzado las emisiones, tienen que pagar para tener acceso a la financiación. Una vez vista esta evolución intentaremos comprobar si el aumento o disminución de precios en el mercado español podría estar relacionada con las variaciones en los precios que paga la deuda pública española.

2. Marco Teórico

2.1 Los mercados alternativos de renta fija en Europa

2.1.1 Origen y características comunes

Como consecuencia de la estrangulación del crédito surge la creación de una serie de mercados alternativos por toda Europa. La creación de estos mercados alternativos de renta fija complementa a la creación de otros mercados alternativos de renta variable ya existentes (Lamothe Fernández & Monjas Barroso, Septiembre-Octubre 2013). En el caso español se crea el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) y la alternativa ya existente sería el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) que se trata de un mercado alternativo de acciones creado en 2006 y orientado a las empresas de capitalización baja que se pueden beneficiar de los costes más bajos de este mercado y de los procesos adaptados a las características de estas empresas. Cabe destacar que el MAB es un mercado regulado y el MARF no.

Estos mercados se crean con el objetivo de facilitar el acceso a la financiación exigiendo unos requisitos más simples adaptados a las condiciones de los emisores. El primer mercado alternativo fue creado en 1995 y se trata del mercado británico AIM. La novedad que se introdujo con la aparición de este mercado alternativo de renta variable fue la eliminación del requisito de un volumen mínimo de emisión con lo que se comenzaron a simplificar los requisitos de admisión.

En cuanto a los mercados alternativos de deuda en los que se centra este trabajo el pionero fue el mercado noruego Nordic ABM que emprendió su andadura en 2005.

En la actualidad los principales mercados alternativos de renta fija europeos y por tanto en los que vamos a enfocar este trabajo son:

- Nordic ABM (Noruega)
- Mercado BondM (Alemania)
- Alternext (París, Amsterdam, Bruselas y Lisboa)
- ExtraMOT PRO (Italia)
- MARF (España)

En este trabajo nos vamos a centrar principalmente en el mercado español pero antes de eso veremos las principales características, requisitos y principales similitudes con sus homólogos europeos. Cabe destacar que todos estos mercados son considerados mercados no regulados o alternativos.

2.1.2 Mercado Noruego: Nordic ABM

El mercado alternativo noruego empieza a operar en 2005 y aunque en un principio se conocía como Oslo ABM más tarde en 2013 pasó a llamarse Nordic ABM (Nordic ABM, 2011). Está gestionado por Oslo Bors con quien comparte plataforma (TradElect Trading System).

Este mercado se crea para acelerar el proceso de emisión y negociación de valores de renta fija en el corto plazo y bajo condiciones menos restrictivas. Ofrece una alternativa tanto para prestatarios que ya formaban parte de otro mercado como para los que no lo hacían, y para un amplio abanico de inversores.

La característica fundamental que diferencia al mercado noruego del mercado español es que está dirigido tanto a inversores minoristas, es decir, al público en general, como a inversores profesionales.

Esto se lleva a cabo mediante la división del mercado en dos sub-mercados: Nordic ABM retail y Nordic ABM professional. El primero orientado a los inversores minoristas y el segundo a los inversores profesionales. Para pertenecer al mercado retail el valor nominal de las operaciones tiene que ser inferior a 68.000€ y para pertenecer al Nordic ABM profesional deben ser superiores al mismo importe.

Desde el punto de vista del emisor el volumen mínimo a emitir es de 500.000 coronas noruegas (61.750€), lo que supone un importe notablemente menor que en el mercado español.

Para conseguir que los valores sean negociados en este mercado no es necesaria la elaboración de ningún folleto específico de emisión, basta con presentar el informe anual y las características financieras de dicha emisión, lo cual facilita mucho el trabajo del emisor y también reduce sus costes significativamente.

Otros de los requisitos a cumplir para formar parte de este mercado es que los emisores deben tener un manager, es decir, un banco de inversión que les asesore durante todo el proceso. La figura de este manager es necesaria y decisiva para que la emisión se lleve a cabo con éxito. El manager:

- Debe ayudar en la elaboración de la documentación que se requiera para la emisión.
- Colocación de los títulos.

Tiene un papel fundamental sobre todo en la distribución de los títulos ya que tiene un conocimiento amplio del mercado y puede enfocar nuestra emisión a las necesidades del mercado y de la empresa. Para conseguir la colocación de estos debe contactar con los potenciales inversores. Cuando la emisión ya haya sido realizada necesitará los servicios de otro banco para que registre estos valores en la cámara de compensación de la Bolsa.

El proceso de emisión en este mercado es bastante rápido pudiendo tardar una semana o incluso menos tiempo si la empresa emisora ya tuviese valores negociados en el mercado.

El emisor tendrá libertad para elegir las normas contables que quiere seguir a diferencia del mercado regulado que exige que las normas contables a implementar sean las NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera).

Por último la información requerida será similar a la requerida en el mercado regulado para que los inversores puedan comparar y así evitar problemas de confianza y aumentar la transparencia.

2.1.3. Mercado Alemán: BondM

El mercado alemán BondM arrancó en julio de 2011 y es en realidad un segmento dentro de la bolsa de Stuttgart donde se negocian valores de renta fija de pequeñas y medianas empresas (Stuttgart Borse, 2012).

Al igual que el resto de los mercados alternativos que vamos a ver y el descrito anteriormente, se trata de un mercado no oficial supervisado por las leyes públicas locales. Al ser un mercado no oficial por tanto cuenta con requisitos de admisión menores.

Los requisitos de admisión en este mercado son los siguientes:

- Deben presentar los estados financieros auditados (consolidados si fuese el caso) y el informe de ganancias trimestrales.
- Deben ser asesorados por los Bondm Coaches (empresa de servicios de inversión que esté especializada) durante todo el proceso de emisión, colocación y negociación de los bonos además de durante toda la vida del instrumento para hacer que se cumplan las obligaciones que correspondan.
- Se requiere un volumen mínimo de emisión de 10 millones de euros.
- Las empresas emisoras deben poseer una evaluación de su calidad crediticia realizada por una agencia de calificación independiente. A pesar de que no existe un rating mínimo para estas emisiones se requiere que un 80% de las emisiones en la fecha de su emisión tiene que poseer un rating de BB o BBB.
- Deben elaborar un folleto de emisión donde aparezcan reflejadas tanto las características de la emisión de los títulos como del propio emisor.
- Ventas entre 25 y 40 millones de euros.
- Interest cover ratio de 3x (EBIT/gastos financieros)

Para hacer la negociación posible existen creadores de mercado que son aquellos que están obligados a cotizar precios en el mercado electrónico secundario con spreads máximos fijados previamente por el mercado.

Las principales diferencias con el mercado español son dos. En primer lugar que el nominal de los títulos negociados es de 1.000€ y en segundo lugar que los títulos emitidos están dirigidos tanto a inversores minoristas como profesionales (al igual que ocurre en el mercado noruego).

2.1.4. Mercado Francés: Alternext

Este mercado fue creado en enero de 2012 por NYSE Euronext. Es un segmento de este mercado para la negociación de títulos dirigido a pequeñas y medianas empresas (NYSE EURONEXT , 2012).

Al igual que en los otros mercados alternativos comentados anteriormente el emisor de este mercado requiere de un asesor que en este caso estará bajo el nombre de Listing Sponsor que prestará soporte al emisor durante el proceso de emisión y el resto de la vida de los valores. Este asesor deberá acreditar que no existen conflictos de intereses con la empresa emisora.

Los requisitos necesarios para que los valores de renta fija sean admitidos a negociación en este segmento son las siguientes:

- ❖ Contar con un asesor (Listing Sponsor) como hemos dicho en párrafos anteriores.
- ❖ Publicar los estados financieros (consolidados en su caso) antes de que se produzca la salida de los valores al mercado. Podrán seguir las NIIF o los principios contables US GAAP para elaborar sus estados financieros.
- ❖ Este mercado exige que el volumen de emisión mínimo para poder acceder al mercado sea de 200.000€ (el doble que en el mercado español)

2.1.5. ExtraMOT PRO: El mercado de mini bonos italiano

El día 11 de febrero de 2013 arrancó el mercado ExtraMOT PRO (Borsa Italiana), el que hasta el momento es el mercado de bonos más grande de Europa. Se trata de un segmento dentro del mercado ExtraMOT profesional. En este mercado se cotizan bonos, papel comercial (Ej: pagarés), bonos proyecto e incluso bonos convertibles en el caso de que las acciones implicadas en la operación estén negociadas en un mercado regulado.

Este nuevo segmento se creó principalmente para dotar de una fuente de financiación a las pequeñas y medianas empresas. Al igual que el MARF se concibe como un mercado, con unos costes menores, rentable y donde podían aprovecharse los distintos beneficios fiscales que se ofrecían.

Ofrecen una nueva alternativa a las PYMES para tener una primera toma de contacto con los mercados de capitales de una forma más fácil y eficiente que en los mercados ya existentes.

Los requisitos en este mercado están muy simplificados. Los emisores deberán publicar sus cuentas anuales de los dos últimos años y la última de estas deberá estar auditada. Por otra parte deberá presentar un documento con ciertos detalles de la emisión (deberá ser redactado en inglés o italiano) pero no se requerirá un folleto de emisión.

Tras la admisión a cotización deberán publicarse los estados financieros auditados, la calificación crediticia si se ha asignado alguna, cualquier cambio que pueda afectar a las características del bono, es decir, a los derechos de su tenedor y todas las características necesarias de los valores.

Al igual que el MARF está únicamente dirigido a inversores profesionales y es posible tener a un especialista que apoye la liquidez del instrumento.

Cabe destacar que en este mercado hay un instrumento que ha entrado con mucha fuerza: los mini-bonos. Con este tipo de instrumento las pymes pueden acudir al mercado para conseguir financiación por una cantidad de menos de 50 millones de euros con un tipo de interés que ronda el 6,35%.

Estos productos han cogido tal fuerza que han llegado a suponer el 80% de las emisiones de este mercado desde febrero de 2013. Cabe señalar que dentro de ese grupo al que nos referimos como mini-bonos las emisiones por debajo de los 10 millones de € son las que predominan llegando a suponer el 51% del total.

Una de las grandes diferencias entre el MARF español y este mercado italiano es precisamente la existencia de estos bonos que no tienen a penas importancia en el mercado español. La otra gran diferencia entre estos dos mercados es que el mercado italiano también da acceso al inversor minorista mientras que el español sigue centrado en el inversor institucional.

Es más, en esta plataforma reinan las emisiones inferiores a 10 millones de euros que suponen el 51% del total, en contraste con el MARF, donde no tienen tanta importancia.

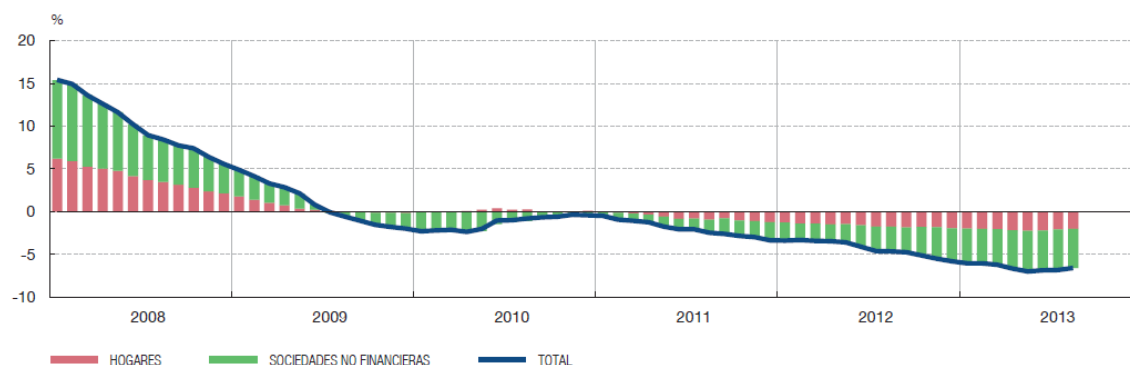
2.2 MARF

2.2.1. La desintermediación de la economía en España: origen del MARF

En la etapa de expansión anterior a la crisis el crédito a las familias y empresas españolas por parte de entidades de crédito nacionales se encontraba en niveles muy altos llegando incluso a tasas que triplicaban el crecimiento de la economía.

Gráfico 3: Evolución del Crédito a hogares y sociedades no financieras en el periodo de crisis

Crecimiento interanual



Fuente: Banco de España

Pero como podemos ver en el gráfico anterior extraído de un informe del Banco de España (Ayuso, Octubre 2013), la crisis financiera ha hecho que los niveles de crédito caigan en picado y por tanto la obtención de crédito sea prácticamente imposible para muchas de estas empresas y familias españolas. Entre los grandes afectados encontramos a las pymes españolas a quienes estas restricciones en muchos casos les impiden seguir adelante con su actividad. Este es un hecho que hay que tener muy en cuenta ya que hasta entonces las PYMES generaban una gran parte del trabajo de España.

Además de la restricción del crédito cabe señalar el aumento de los diferenciales de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito con respecto a las rentabilidades de mercado de referencia se han elevado significativamente desde 2008.

Debido a esto se han tomado una serie de medidas para impulsar el uso de la financiación no bancaria y facilitar el acceso a la misma se aprobó una ley el 26 de Julio de “estímulo del crecimiento y de la creación de empleo”. Con esta ley se ha mitigado la restricción existente en relación a la limitación de las emisiones de las sociedades anónimas. Esta restricción no permitía a las sociedades anónimas emitir una cantidad que fuese superior al capital social desembolsado sumando las reservas. Se levantan por tanto las limitaciones para emisiones de deuda y se flexibilizan los requisitos para la emisión de deuda que vaya a cotizarse en sistemas multilaterales de negociación.

Además de esta modificación, desde la Comisión Europea mediante el Memorando de Entendimiento creado a partir del rescate bancario (Ministerio de Asuntos exteriores y cooperación, Oficina de Interpretación de Lenguas, 2012) se pretenden estimular también alternativas a la financiación bancaria tradicional para acabar con la fuerte dependencia española de este tipo de financiación.

2.2.2. Descripción y características fundamentales

Debido a los cambios comentados en el apartado anterior se impulsó la creación de un nuevo sistema multilateral de negociación para que las pymes españolas con unos niveles de solvencia adecuados puedan emitir sus títulos.

El mercado resultante fue el Mercado Alternativo de Renta Fija (BME renta fija: MARF) que comenzó su andadura en octubre de 2013. Este mercado está dirigido por AIAF Mercado de Renta fija ,S.A.U tal y como podemos encontrar en su reglamento (Peña) aprobado por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) Es un mercado en el que se negocian varios tipos de valores de renta fija y el tipo de inversores a quienes están orientadas estas emisiones es hacia el conjunto de inversores más cualificados.

Por tanto podemos decir que el tipo de inversor al que va dirigido este mercado es el inversor institucional tanto nacional como extranjero que deseen tener una cartera más diversificada mediante la adquisición de renta fija de las pymes españolas que pueden tener un futuro prometedor. Esta es una gran diferencia con otros mercados alternativos europeos como el noruego o el alemán como hemos comentado en apartados anteriores cuyos inversores objetivo son tanto profesionales como minoristas.

Es un mercado que se encuentra integrado en BME (Bolsas y Mercados Españoles) y que a su vez cuenta con la supervisión de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores)

El principal “punto fuerte” del MARF es la flexibilidad de acceso que ofrece a sus emisores frente a los requisitos de acceso que serían necesarios en un mercado oficial (regulado) tal y como venía ofreciendo hasta entonces el MAB de cara a la renta variable. Esta flexibilidad se traduce en una simplificación de los trámites y los costes para las empresas que deciden obtener su financiación a través de este mercado.

Como consecuencia directa de esta flexibilidad el MARF ofrece una mayor rapidez a la hora de incorporar a negociación los valores.

El nominal mínimo unitario es de 100.000€, que es una cifra que aunque inferior que la requerida en el mercado regulado es superior que la de los otros mercados alternativos. Con esta cifra se “restringe” el acceso a los inversores institucionales. Se supone que esta limitación se hace con el fin de proteger al inversor minorista ya que no son conscientes de los riesgos que se corren en este mercado. Al ser un mercado no regulado no cuenta con la supervisión que tienen los mercados regulados y por tanto tiene un nivel de riesgo más alto.

2.2. 3. Participantes

En cuanto a los participantes que tienen cabida en el MARF podemos encontrarnos a las entidades emisoras, los asesores registrados, los miembros del MARF, los mediadores, las agencias de calificación crediticia, las entidades de liquidez y los órganos de gobierno del MARF (Garrigues, 2013).

- Entidades Emisoras

El tipo de entidades que tienen cabida para emitir sus valores en este mercado son sociedades anónimas y otras empresas tanto españolas como extranjeras que requieran una vía de financiación de estas características siempre y cuando no exista ningún tipo de restricción (estatutaria y legal) a la hora de negociar y transmitir los valores de renta fija emitidos.

Para que los valores puedan ser emitidos tanto la junta general de accionistas como el consejo de administración de la empresa emisora deberán aprobar los acuerdos que se requieran para que la emisión pueda llevarse a cabo.

Oficialmente no existen restricciones financieras en cuanto al emisor. En su origen se centró el objetivo en pequeñas y medianas empresas que tuviesen unos niveles de solvencia adecuados y con una saneada cuenta de resultados. En la práctica sí que existen una serie de condiciones que los emisores deben cumplir para poder obtener una rentabilidad de sus emisiones, aunque si bien hay que destacar que hay emisiones que han salido adelante y no cumplen algunos de estos requisitos. Dichas condiciones son:

- ❖ El EBITDA del emisor debe situarse en unos niveles entre 12 y 400 millones de euros.
- ❖ El rating crediticio de la compañía no debe ser inferior a BB.

- ❖ Después de la emisión el nivel óptimo del ratio Deuda/EBITDA es tres aunque valdría también con que fuese un valor menor que cuatro.
- ❖ La cifra de negocio del emisor debe ser mayor que 50 millones de euros

Si que existen unos requerimientos concretos que estas empresas emisoras deberán cumplir para poder realizar su emisión. En primer lugar estos emisores deberán aportar toda la documentación requerida en relación a las características de la empresa, es decir, de la trayectoria del negocio de la misma, como puede evolucionar este y los posibles riesgos específicos que tiene el emisor y sus valores.

Por otra parte deberán presentar los estados financieros auditados de los últimos ejercicios contables. Estos estados financieros deben seguir las normas contables correspondientes, es decir las NIIF si se tratan de empresas del espacio económico europeo o los principios contables US GAAP.

Es importante que esta información se mantenga actualizada al igual que los hechos que supongan una modificación en la emisión o que afecten al propio emisor.

Además, al igual que explicábamos sobre el mercado alemán, se requiere de la figura de un asesor registrado y como último requisito debe presentar una calificación crediticia (rating).

- Asesores Registrados

Tal y como señalábamos en el apartado anterior es requisito indispensable la presencia de un asesor registrado que figure inscrito en el Registro de Asesores Registrados del MARF. La figura de este asesor tiene la función de dar soporte a la empresa emisora tanto en la elaboración de documentación (a la hora de la emisión y posteriores requerimientos de la misma) y ayudándoles a cumplir los requisitos necesarios para que la emisión sea posible así como en todo el proceso de negociación facilitando que los títulos se transmitan en el mercado. Además el asesor debe acompañar a la empresa durante toda la vida del instrumento asesorándole en lo que sea oportuno.

Estos asesores por tanto deberán valorar si las empresas que quieren formar parte del mercado son idóneas para ello y prestarle la información suficiente para que sean conscientes de las obligaciones a las que tendrán que hacer frente si finalmente forman parte del mercado.

Estos asesores deberán cumplir unos requisitos para poder registrarse como tal, a continuación citaremos algunos de ellos:

- ❖ Ser personas jurídicas.
- ❖ Tener experiencia previa en el desempeño de funciones relacionadas con los mercados de valores.
- ❖ Dichos asesores tendrán que indicar si tienen algún tipo de relación con la entidad a la que pretenden asesorar

Estas entidades que tengan el objetivo de ser asesores registrados deberán comunicarlo ante el Director Gerente del MARF y será este quien, después de comunicarlo a la Comisión de Incorporación de Valores y la resolución deberá estar en menos de un mes.

- Mediadores

Los mediadores son entidades que actúan como intermediarios entre los miembros del MARF y el propio mercado actuando en su nombre pudiendo así introducir órdenes de compra y venta de los valores negociables y posteriormente las ejecutarán en el mercado. Para llevar a cabo esta operativa estas entidades deberán estar autorizadas a proporcionar servicios de inversión a terceros. Los requisitos a cumplir para llegar a ser un mediador son las siguientes:

- ❖ La entidad interesada en ser mediadora deberá presentar una solicitud con un modelo establecido.
- ❖ El organismo rector del mercado deberá aprobar dicha solicitud
- ❖ Por último deberá inscribirse en el registro de entidades mediadoras del mercado.

- Miembros del MARF

Cuando hablamos de los miembros del MARF nos referimos a aquellas entidades que tienen la posibilidad de lanzar órdenes de compra y venta de los valores negociables del mercado, es decir, son quienes actúan en el mercado, quienes liquidan o ejecutan las distintas operaciones del MARF. Para ser miembro del MARF también es necesario reunir ciertos requisitos como por ejemplo los siguientes:

- ❖ Pueden ser miembros de este mercado las entidades de crédito y las entidades nombradas en el apartado anterior que o bien tengan autorización para ejecutar ordenes de terceros o que puedan negociar por cuenta propia.
- ❖ La administración general del estado

Por otra parte para ser miembro del MARF hay los interesados deberán presentar una solicitud al mercado y más tarde ser aprobada por el consejo de administración de AIAF.

Finalmente deberán quedar inscritos en el registro de estos miembros del mercado.

- Agencias de calificación

Además de lo anteriormente citado es requisito indispensable contar con una calificación crediticia del emisor (rating). Esta calificación deberá llevarse a cabo por una agencia de calificación avalada por ESMA (European Securities and Markets Authority), el regulador europeo.

Este rating servirá para medir el riesgo de la emisión, es decir la solvencia o capacidad de hacer frente a sus obligaciones en el momento oportuno por parte del emisor y por tanto la agencia crediticia deberá tener presencia en este proceso desde el inicio.

En este mercado lo más lógico es que este rating se lleve a cabo por agencias de calificación locales como por ejemplo Asexor (primera agencia de calificación crediticia española), Scope o CRIF por motivos como el coste más reducido en comparación con otras agencias como S&P, la metodología o el reconocimiento.

- Órganos de gobierno

Si hablamos de órganos de gobierno podemos distinguir entre: El consejo de administración y el director gerente, Comisión de Incorporación de Valores, Comisión de Supervisión y Comisión de Arbitraje.

- ❖ El Consejo de Administración y el Director Gerente

El encargado de la dirección es la sociedad AIAF Mercado de Renta Fija S.A y por tanto el consejo de administración de AIAF es el órgano encargado de la dirección y gestión del Mercado Alternativo de Renta Fija según el Reglamento del mismo. Algunas de sus funciones son por ejemplo ser el encargado de conducir y gestionar el MARF, será también el encargado de dar el visto bueno ante modificaciones en el reglamento previa autorización de la CNMV, tendrá que aprobar todas aquellas circulares que modifiquen o complementen el reglamento existente, probará los precios y condiciones que se implantarán en el mercado e incluso será quien tenga en su poder la decisión de elegir qué miembros o entidades mediadoras forman parte de este mercado alternativo.

- ❖ Comisión de Incorporación de Valores, Comisión de Supervisión y Comisión de Arbitraje.

Además de lo dicho en el apartado anterior el mercado alternativo cuenta con comisiones especializadas en la incorporación de valores la de supervisión y la de arbitraje.

La comisión de incorporación de valores se encarga del análisis de los folletos de emisión de los valores y de supervisar las relaciones entre los diferentes miembros del MARF que tengan relación con dichos valores.

Por otro lado nos encontramos con la comisión de supervisión cuya principal función es la de supervisar el buen funcionamiento del mercado, es decir, que las contrataciones se realicen correctamente, que se cumplan las normas del mercado, etc.

Por último la comisión de arbitraje tiene la tarea de solventar los problemas que puedan crearse entre los distintos miembros del mercado y tendrá que encargarse de las reclamaciones que presenten los mismos.

- Entidades de Liquidez

Hay momentos en los que en los que el mercado requiere de más liquidez. Por esto, cuando las características de los emisores o de los valores negociados en el mercados lo requieran se contará con una entidad de liquidez.

La función de estas es prestar contrapartida en el mercado secundarios y por tanto llevar a cabo los procedimientos que sean necesarios para dotar de liquidez a las operaciones de este mercado y así hacer posible la negociación.

Por tanto se llevarán a cabo una serie de contratos de liquidez cuando estos sean necesarios y deberán ser divulgados por el MARF y comunicados a la CNMV cuando se elaboren, terminan o modifiquen.

2.2.4 Marco normativo

Gracias a la apertura de estos mercados se han simplificado mucho los requisitos de acceso a un mercado de capitales para empresas de menor tamaño pero por todo lo dicho en el apartado 1.2 (donde hablamos de la justificación y relevancia del trabajo) es necesario que se sigan elaborando leyes con el objetivo de facilitar en la medida de lo posible el acceso a los mercados y hacerlos más atractivos tanto para el emisor como para el inversor.

En la ley 5/2015 del 27 de abril para el fomento de la financiación empresarial (BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO, 2015) se llevan a cabo varias modificaciones del marco normativo que afecta a los mercados de valores para simplificar las condiciones que se requieren para acceder a estos mercados y que, por tanto, afectan al desarrollo del mercado alternativo de renta fija.

La primera medida que, aunque no afecta directamente al mercado alternativo, tiene una repercusión sobre este es la obligación, por parte de las entidades bancarias, de notificar a las PYMES si desean rescindir su contrato o la cuantía de la financiación con el tiempo suficiente para poder buscar otra vía de financiación alternativa. Si bien no afecta directamente, dichas empresas afectadas contarían con el tiempo suficiente para informarse sobre esta nueva alternativa (el MARF), sus ventajas y decidir si les interesaría emitir en este mercado.

Además la entrada a este mercado será mucho más sencilla ya que si la entidad toma esta decisión está obligada a reportar a la empresa, a juicio del Banco de España, un informe sobre la situación financiera de la compañía y de su calificación crediticia. Estos dos documentos harán mucho más sencillo el acceso a otros mercados alternativos para las empresas implicadas e incluso supondrá un ahorro ya que tendrán previamente acceso sin ningún coste adicional a este tipo de documentos fiables y que les servirán para compararse con otras entidades.

La segunda medida que queremos destacar es en relación a las titulaciones. La titulación es un instrumento que facilita la obtención de financiación. Este instrumento también conocido como securitización por su término anglosajón y se caracteriza por permitir convertir diversos activos financieros que a priori no tienen liquidez en instrumentos mucho más líquidos y fáciles de negociar que generarán en el futuro una rentabilidad con una periodicidad determinada.

Era un instrumento más comúnmente usado años atrás, sobre todo en Estados Unidos, aunque en España en la época de crecimiento económico también tuvo una gran presencia extendiéndose su uso a un ritmo superior al de otros países europeos. Con el estallido de la crisis financiera estos instrumentos se vieron restringidos por las medidas regulatorias impuestas tras el comienzo de la crisis. Esto es debido a la parte de responsabilidad que el mal uso de instrumentos de este tipo tuvo en el surgimiento de la crisis.

Para reactivar el uso de este tipo de instrumentos se ha llevado a cabo una reforma que modifica toda la regulación al respecto con el objetivo principal de hacer de las titulaciones un instrumento más transparente de calidad y lo más simple posible.

En primer lugar con esta ley se pretende agrupar lo que conocemos como fondos de titulización de activos y los fondos de titulización de carácter hipotecario. El segundo punto que se ha tenido en cuenta ha sido la intención de tomar como ejemplo el régimen jurídico de otros países en esta materia en la que son más expertos y a partir de esto construir un régimen jurídico semejante. Con esta medida se podrán llevar a cabo en España modelos de titulaciones que sepamos se hayan implantado con éxito en otros países con una trayectoria en estos instrumentos. Además se contribuirá a una mayor transparencia a nivel internacional que era otro de los objetivos iniciales.

A continuación se toma una la siguiente medida con el objetivo de fomentar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a los mercados de capitales. Mediante esta medida se pretende simplificar el paso de un mercado con un sistema multilateral de negociación hacia un mercado secundario oficial. Aunque haya empresas que en un principio solo tengan capacidad para emitir sus títulos en un mercado no oficial como el mercado alternativo de renta fija puede que con el paso del tiempo si posea esta capacidad y lo consideren a la hora de conseguir una mayor cantidad de financiación para poder expandirse. Para que esto sea posible se facilita este cambio mediante la simplificación de algunas exigencias para un periodo de temporal de dos años.

Además se añade la obligación de que una vez alcanzado un nivel de capitalización las empresas ya no podrán emitir en el mercado alternativo y tendrán que pasar a hacerlo en un mercado oficial.

El segundo conjunto de reformas que propone esta ley están en la dirección de facilitar la inclusión de las empresas en los mercados de capitales, en concreto, de fomentar la emisión de obligaciones. Se pretende facilitar el acceso al crédito mediante la emisión de títulos de renta fija a través de la modificación de la Ley de Sociedades de Capital. Algunas de las modificaciones que se han llevado a cabo para conseguir este objetivo destacan:

- ❖ A partir de ahora las sociedades de responsabilidad tendrán la posibilidad de emitir obligaciones algo que, hasta el momento, estaba prohibido. A pesar de eliminar esta restricción se mantienen unos controles para evitar que este tipo de empresas se apalanquen excesivamente.
- ❖ Se abole también la prohibición que no permitía a las sociedades comanditarias por acciones y sociedades anónimas emitir por encima del nivel de sus recursos propios.
- ❖ Se flexibiliza la necesidad de constituir un sindicato de obligacionistas para que solo sea obligatoria en los casos en que sea preciso para que el inversor esté protegido. Esto hasta entonces era una obligación para cualquier sociedad que emitiese y estuviese establecida en nuestro país.

Al margen de la ley que hasta ahora hemos estado comentando se han llevado otra serie de grandes modificaciones en el régimen normativo que afectaba al mercado alternativo español y le ayudaba a mejorar su evolución. Entre estas cabe destacar la que afectar a los sistemas multilaterales de negociación. Estos sistemas son plataformas de negociación con unos requisitos más flexibles que los mercados secundarios oficiales y por tanto por apropiados para un mercado como es el MARF. Con el objetivo de favorecer estos mercados, en 2013, se suprimieron algunos impedimentos en relación a la requerimiento de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil y a la inclusión en el registro de anotaciones en cuenta.

2.2.5 Tipología de emisiones registradas en MARF

En este tipo de mercados es posible emitir vario tipos de instrumentos de renta fija. Podemos dividirlos en tres. En primer lugar tendríamos la financiación a más corto plazo que son denominados pagarés. Estos instrumentos cubren las necesidades de financiación de las empresas en un plazo inferior a un año. Estos instrumentos son de rendimiento implícito es decir el rendimiento de esta inversión corresponde a la diferencia entre el precio de adquisición y el de amortización.

Por otra parte nos encontramos con los instrumentos a más largo plazo entre los que podemos distinguir los bonos y las obligaciones. La única diferencia entre estos dos tipos de instrumentos es su duración media, los bonos tienen una vida media entre 1 y 5 años mientras que las obligaciones se emiten para plazos superiores a 5 años. Ambos instrumentos incluyen el pago de un cupón en los periodos determinados previo a la emisión más la devolución del principal en la fecha de vencimiento del instrumento.

A partir de ahora a todas las emisiones que no sean consideradas pagarés, es decir que tengan un plazo superior a un año, nos referiremos a ellas como bonos.

Hasta la fecha en este mercado en concreto nos encontramos tres tipos de emisiones. En primer lugar el grupo de instrumentos con más peso en el MARF lo forman las emisiones de bonos corporativos pero no hay que olvidar que existe otro gran grupo de emisiones que también está alcanzando grandes volúmenes y son los programas de pagarés. Por último nos encontramos con un tipo de emisión recientemente introducido en el mercado, los vehículos de titulización.

En la corta trayectoria que tiene este mercado (no ha cumplido aún sus dos años de vida) ha conseguido sacar adelante once emisiones de renta fija (bonos) con un periodo medio de vida de los instrumentos de poco más de ocho años y un importe total de las emisiones de 577.5 millones de euros.

En la siguiente tabla están reflejadas las emisiones de bonos corporativos registradas en el MARF y sus correspondientes características: volumen total de las emisiones, fechas de emisión de los valores y su correspondiente vencimiento, el tipo de interés actual que el emisor está pagando, vida del instrumento y calificación crediticia correspondiente a la emisión.

Tabla 2: Características de las emisiones de bonos en el MARF

EMISIONES DE BONOS						
Emisor	Volumen (millones de €)	Fecha desembolso	Fecha vencimiento	tipo de interés actual	Años	Rating
COPASA	50	19 /12 /2013	19/12/2018	7,50 %	5	BB
TECNOCOM	35	08 /04/ 2014	08/04/2019	6,50 %	5	BB +
ORTIZ	50	03 /07/ 2014	03/07/2019	7,00 %	5	BB
EYSA	75	23 /07/ 2014	23/07/2021	6,875 %	7	BB +
AUDAX	21	29 /07/ 2014	29/07/2019	5,75 %	5	BB +
IM AURIGA PYMES EUR 1	Máximo de 50	06 /10/ 2014	22/01/2022	4,00 %	8	-
VIARIO A31	47	25 /11/ 2014	25/11/2024	5,00 %	10	BBB
COPASA	30	19 /12/ 2014	19/12/2020	7,00 %	6	BB
SIDECU	55	18 /03/ 2015	18/03/2020	6,00 %	5	BB
S. C. AUTOVÍA DE LA PLATA	184,5	27 /05/ 2015	31/12/2041	3,169 %	26	BBB
PIKOLIN	20	27 /05/ 2015	27/05/2025	5,00 %	10	BB
PIKOLIN	10	27 /05/ 2015	27/05/2022	4,50 %	7	BB

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de la página oficial del MARF

Entre estas emisiones podemos encontrarnos empresas muy variadas en cuanto a sector de actividad y tamaño y por otra parte emisiones con características muy diversas también.

Si nos fijamos en los sectores de actividad nos podemos encontrar por ejemplo desde empresas dedicadas principalmente al sector de la construcción como Ortiz o Copasa, pasando por empresas enfocadas al sector de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) como es Tecnocon hasta llegar a empresas de estacionamientos como es Eysa.

En cuanto al tipo de emisión podemos encontrarnos emisiones desde 10 millones hasta la más elevada por un importe cercano a los 185 millones de euros y en lo que se refiere al plazo lo bonos con menor vida se sitúan en 5 años y el de mayor plazo alcanza los 26 años.

Además nos encontramos diferencias en las emisiones en relación a su estructura, cupón y sistema de amortización.

En relación a la estructura de la emisión existen emisiones garantizadas y no garantizadas. Los bonos se pueden clasificar según estos dos términos por la cesión de los activos específicos, esto significa que algunas emisiones pueden estar garantizadas y otras no.

Por otra parte también existe diferencia en cuanto al tipo de cupón. El cupón es el tipo de interés que el emisor de los títulos de renta fija deberá pagar (la cantidad que tienen derecho a recibir los inversores) a los inversores como coste de su emisión. La periodicidad en este caso suele ser anual y puede ser tanto fijo como flotante, todo ello deberá ser fijado antes del momento de la emisión.

Los bonos a tipo fijo se refieren al pago de un cupón que no tendrá variaciones durante la vida del bono y por otra parte tenemos los bonos con cupones flotantes. Estos últimos hacen referencia a cuando el cupón es variable, es decir, varía a lo largo de la vida del instrumento cuya evolución está relacionada con un tipo de interés de referencia (por ejemplo al EURIBOR).

Por último también hemos encontrado diferencias en cuanto a su sistema de amortización, es decir, la forma en la que se le devuelve el capital invertido al inversor. Encontramos que la amortización puede ser bullet lo que significa que el capital inicial será devuelta a vencimiento y por otra parte tenemos el sistema amortizing, es decir, se trata de una amortización a lo largo del tiempo (mensual, semestral, anual, etc).

Dentro de las inversiones expuestas en la tabla también cabe destacar unas emisiones con características totalmente novedosas en este mercado que han sido emitidas recientemente y que rompen con el esquema de emisiones que hasta entonces se estaban realizando en el mercado.

Las más relevantes y novedosas han sido la emisión de dos Project bonds y un fondo de titulización y además en los últimos días se han lanzado al mercado las dos primeras emisiones por parte de una sociedad de responsabilidad limitada.

El fondo de titulización ha sido promovido por Auriga y agrupa derechos de cobro de pequeñas y medianas empresas fijándose un máximo de hasta 500 millones de euros.

Como hemos mencionado anteriormente otro segmento que está empezando a tener una gran relevancia dentro del mercado es el segmento dedicado a la emisión de programas de pagarés. Este programa permite cubrir unas necesidades distintas que el anterior tanto desde el punto de vista del emisor como del inversor.

Desde el punto de vista del emisor la diferencia con las emisiones de bonos es principalmente el hecho de que permite cubrir las necesidades de financiación en el corto plazo. Una de las ventajas de obtener este tipo de financiación por esta vía y no por la bancaria es el ahorro en costes. Al emitir los pagarés en el mercado alternativo se permite que entre en contacto el flujo de recursos del inversor con las necesidades financieras del emisor sin que sea necesaria la intermediación bancaria y por tanto el correspondiente margen de beneficios que estos obtienen de la operación.

Además de esta podemos encontrarnos con otras ventajas como es la distribución de los riesgos. Después de las desastrosas consecuencias de la centralización de la deuda de estas empresas en un mismo prestamista (las entidades bancarias) es muy importante diversificar el riesgo entre diversas fuentes de financiación como hemos dicho anteriormente pero también entre diferentes productos.

Por último puede considerarse como un primer paso, un primer contacto, con inversores institucionales que puede suponer abrir una puerta para acceder en el futuro a otros programas de pagarés a plazo

más largo, aunque un punto a señalar es que los pagarés negociados en este mercado tienen una vida de emisión de hasta 24 meses.

Si intentamos ponernos en el lugar del inversor dada la situación económica actual es una buena alternativa por varias razones de peso.

Si nos fijamos en las alternativas de inversión en lo que a renta fija se refiere podemos observar que la deuda española está viéndose envuelta actualmente en un momento de tipos negativos, algo que hace unos años parecía inimaginable. Por tanto el mercado alternativo de renta fija ofrece a estos inversores la posibilidad de seguir invirtiendo en valores de renta fija obteniendo a cambio una rentabilidad visiblemente muy superior a la del mercado de deuda pública.

Por otra parte este mercado no tienen tanta liquidez como otros mercados oficiales pero al existir esta posibilidad de invertir, gracias al corto vencimiento de estos instrumentos, deja de ser un problema. Podrán aguantar el título hasta vencimiento sin necesidad de enfrentarse a la dificultad de encontrar una contrapartida interesada en la compra de estos valores antes de ese plazo.

Las empresas que se han animado a optar por este programa de pagarés han sido de muy diversa índole. Entre ellas encontramos empresas como COPASA que también ha emitido bonos en este mercado y empresas de gran tamaño como Elecnor, Europac y Tubacex que además cotizan en el mercado continuo español en la Bolsa de Madrid (IEB-Asexor, 2015).

Cabe destacar también empresas con una gran presencia internacional como el Grupo Barceló que destaca por ser una de las principales cadenas hoteleras a nivel europeo.

Al igual que el segmento de emisión de bonos, para este tipo de instrumentos el mercado también cuenta con un asesor registrado que en este caso es Banca March. La función de este asesor engloba también la de entidad de pagos y entidad colocadora y por tanto es el encargado de hacer llegar estos instrumentos a los inversores objetivo que siguen siendo inversores institucionales.

2.2.6 Retos para el futuro

El buen funcionamiento y la evolución del MARF dependen de diversos factores. Podemos enfocarlos desde tres puntos de vista: desde el lado del emisor, del inversor y teniendo en cuenta la estructura del mercado.

Desde el punto de vista del inversor, se debe incentivar el uso de estos mercados y facilitar el acceso a ellos para que el mercado siga albergando tanto emisiones nuevas como a las ya existentes.

Para lograr este objetivo, lo primero es intentar proporcionar por todos los medios la información suficiente sobre el mercado. De esta manera las PYMES tendrán los conocimientos suficientes sobre las condiciones y requisitos de este y así se decanten por esta vía de financiación como alternativa a la hasta entonces utilizada, la financiación bancaria. Juegan un papel muy importante en este aspecto los

asesores registrados quienes se encargan de asesorar a los emisores en todo el proceso emisión y por tanto les proporcionan la información necesaria.

Desde el punto de vista de los inversores el objetivo es conseguir un amplio abanico de inversores interesados en invertir en este mercado para que el mercado salga adelante. Para ello habrá que ofrecerles una buena relación calidad-riesgo de los valores negociados.

En este caso el papel importante recae sobre las agencias de calificación crediticia. A través del rating que ofrecen los inversores pueden hacerse una idea del riesgo de los instrumentos que están comprando y decidir así si es riesgo ofrecido les compensa por correr ese riesgo. El rating por una agencia especializada ayuda a dar confianza al inversor sobre los valores que quiere comprar.

Otra manera de incentivar a los inversores es mediante incentivos fiscales que hagan más atractivas y rentables sus inversiones en este mercado.

Por último, teniendo en cuenta la estructura del mercado, el mercado tiene que generar confianza tanto a la hora de su emisión como más tarde en el mercado secundario. En este último apartado juega un papel muy importante la regulación.

Por otra parte, enfocándonos en retos propios del mercado de cara al futuro nosotros creemos que existen principalmente dos retos que son los siguientes: eliminar las barreras culturales a la financiación y el fomento de la emisión de titulizaciones.

- **Eliminar las barreras culturales a la financiación**

Cuando hablamos de estas barreras culturales nos referimos a que, debido a la poca presencia hasta hace un tiempo de estas alternativas de financiación, las empresas potencialmente candidatas a emitir no están lo suficientemente familiarizadas con esta fuente de financiación.

Esta falta de información es muchas veces la que lleva a una empresas a buscar otras vías más usuales, como hasta ahora la financiación bancaria, de la que si conocen las características y operativa y con la que se sienten más cómodos.

Por tanto, como recalcábamos en párrafos anteriores, es muy importante poner la información necesaria a disposición de los inversores para que tengan todas las herramientas necesarias para tomar la mejor decisión a la hora de endeudarse.

- **Fomento de la emisión de titulizaciones.**

En el apartado en el que hablábamos de las últimas reformas en el ámbito regulatorio comentábamos la importancia que se le está dando a la impulsación de las titulizaciones.

Estos instrumentos permiten a las compañías ahorrarse una gran cantidad de costes. Desde el punto de vista de los requisitos necesarios para emitir en el MARF, si recordamos de apartados anteriores,

decíamos que era obligatorio presentar un rating por una agencia de calificación avalada por ESMA. Cumplir con este requisito supone un desembolso elevado para los emisores, en cambio, si se unen por ejemplo como en el caso de Auriga derecho de cobro de diferentes PYMES estos costes se reducirían en gran medida. Cada emisor por separado tendría que pagar un rating pero al juntarse en un fondo solo el fondo en su conjunto necesitaría de la calificación crediticia.

En España se quiere implantar un modelo de titulaciones simple, transparente y estandarizado (IEB-Asexor, 2015). Con el ejemplo de Auriga ya hemos visto que llevar a cabo este tipo de operativa en el mercado español sí que es posible. Otro país ejemplo de ello es Italia, el mercado italiano recoge varios de estos instrumentos englobando pequeños bonos como los que tienen tanta presencia en ese mismo mercado.

Un aspecto muy importante para dar impulso al uso de estos instrumentos son los beneficios fiscales. Se debería de dotar de ciertos beneficios fiscales a este tipo de operativa para incentivar al inversor al uso de los mismos. Es algo que en el mercado italiano también se ha llevado a cabo. En este mercado en concreto las empresas que no hayan cotizado previamente podrán deducirse los costes derivados de la emisión y en el caso de inversores institucionales no soportarán retenciones por los intereses recibidos por el capital invertido en este tipo de instrumento.

3. Parte empírica

Si nos fijamos en el tipo de interés al que han conseguido emitir las empresas del MARF desde su creación hasta la actualidad, vemos que claramente los tipos han ido disminuyendo desde un 7.5% que corresponde a Copasa, la primera emisión del mercado, hasta un 4.50%, tipo con el que ha salido Pikolín al mercado. Esto puede deberse a innumerables factores, como por ejemplo las características de la emisión (vida del instrumento, cantidad de deuda emitida, rating de la emisión, etc) pero también podríamos pensar que los inversores cada vez tienen más confianza en el mercado, ya que además del riesgo propio de la operación esos tipos llevan implícita la incertidumbre de estar emitiendo en un nuevo mercado, y si es así, podríamos decir que el mercado va por buen camino. Pero también hay que tener en cuenta algo muy importante, el país en el que se está emitiendo. El riesgo país es algo que puede influir mucho en cuál es el tipo que la empresa tiene que pagar ya que este hecho genera al inversor desconfianza en cuanto a la capacidad de pago de la empresa emisora si el país se encontrase en una situación difícil, como la crisis vivida estos años atrás.

Si bien existen como ya hemos dicho muchos factores que pueden influir sobre la evolución de los precios, en este caso hemos querido centrarnos en el estudio de la influencia del riesgo país.

Como venimos diciendo a lo largo del trabajo, las dificultades por las que ha pasado España a consecuencia de la grave crisis en la que se ha visto envuelta han sido catastróficas y han afectado a toda la sociedad. Por tanto, ya que hemos querido estudiar estos mercados y en concreto el MARF como manera de ayudar a las PYMES a encontrar su financiación y además acabar con el “monopolio del sistema bancario” que hasta ahora existía, creemos que sería interesante en qué medida el riesgo de nuestro país afecta a estas emisiones. De esta manera podremos ver, en caso de que la prima de riesgo de nuestro país se eleve, cómo afectaría esto al precio que los emisores deberían pagar.

3.1 Planteamiento del modelo

Por tanto, a continuación vamos a pasar a la parte más empírica del trabajo. EL objetivo de esta parte del trabajo es, como explicábamos en el apartado anterior, comprobar si las variaciones en el precio que tienen que pagar los emisores del mercado alternativo de renta fija español están influenciadas por las variaciones en el riesgo país de España. Para ello hemos elegido dos emisiones del mercado alternativo español MARF y la deuda española.

Mediante el uso de este conjunto de datos vamos a elaborar un modelo básico de regresión lineal (MBRL) que estimaremos por mínimos cuadrados ordinarios. El modelo tendrá la siguiente forma:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X + u$$

Donde:

- Y representa la variable dependiente o endógena que en nuestro caso el precio de la correspondiente emisión en el MARF

- β_0 representa la constante del modelo que en este caso no vamos a proceder a explicarla pero que en muchos casos no tienen un significado económico relevante.
- β_1 Es la pendiente del modelo y mide la relación entre la variable independiente o exógena X y la variable dependiente o endógena Y. Será lo que más tarde interpretaremos para dar respuesta a la pregunta planteada en la parte empírica del trabajo.
- X es la variable independiente o exógena que en nuestro trabajo representa el precio pagado por la deuda española.
- Por último u representa el término de error y aquí están incluidas el resto de variables exógenas no recogidas en el modelo.

Como hemos comentado en el apartado anterior la estimación la vamos a llevar a cabo por mínimos cuadrados ordinarios. Este método sirve para hallar parámetros poblacionales a través de muestras de datos en un modelo de regresión lineal. Este método elegirá, para conseguir la mejor estimación de los parámetros del modelo, la mejor combinación del conjunto de β de dicho modelo para minimizar los errores del mismo.

El método mínimos cuadrados ordinarios (MCO) será el mejor modelo posible para utilizar en este caso si cumple con los supuestos clave de este tipo de modelos:

- Modelo lineal en los parámetros
- No exista multicolinealidad perfecta
- Errores homocedásticos y que no haya presencia de autocorrelación entre ellos
- Numero de observaciones > número de parámetros
- No debe existir endogeneidad en las variables independientes.

Si estas condiciones se cumplen los estimadores resultantes serán insesgados y tendrán la mínima varianza, es decir, será la mejor estimación posible de nuestros parámetros.

3.2 Muestras y datos

Hemos escogido para ello dos emisiones del mercado alternativo de renta fija con características semejante en cuanto a plazo y volumen emitido para intentar aislar el efecto que queremos comprobar. La elección de esta dos emisiones se justifica porque son dos de las empresas que llevan más tiempo en el mercado, Copasa fue la primera, y por tanto tenemos más observaciones y podremos observar mejor su evolución durante un periodo más largo de tiempo.

En el cuadro siguiente podemos ver las características de las emisiones que hemos elegido para realizar nuestro análisis:

Tabla 3: Características de las emisiones del análisis

MERCADO	Nombre de la empresa	Volumen	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Plazo	tipo de interés
Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)	Ortiz	50 millones de €	03/07/2014	03/07/2019	5 años	7%
	Copasa	50 millones de €	19/12/2013	19/12/2018	5 años	7.5 %

Fuente: (BME renta fija: MARF) <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeMARF.aspx>

Una de las empresas elegidas ha sido Copasa (SA Obras y Servicios, COPASA) fue fundada en 1985 y se trata de una compañía española dedicada al sector de la construcción en concreto especializadas en proyectos de obra civil.

Por otro lado la segunda empresa elegida ha sido Ortiz (Grupo Ortiz) también enfocado en el negocio de la construcción. Es una empresa con muy buenas perspectivas de futuro. Como datos podemos destacar que a finales de 2014 había aumentado su facturación en un 5% y el número de obras concedidas incrementó en un 32%, según datos de la propia empresa (Grupo Ortiz)

Para reflejar el coste de emisión de estos bonos hemos tenido en cuenta sus precios de cotización dejando a un lado sus costes administrativos (que en el mercado español rondan entre el 3% y 3.5%) ya que lo consideramos algo irrelevante para este estudio. Por tanto los datos utilizados para realizar el modelo suponen dos muestras de 59 (copasa) y 35 datos (Grupo Ortiz). Los datos utilizados por lo tanto, son los precios de cotización de los diferentes bonos y los tipos del bono español 10 años (ambos obtenidos a través de la herramienta Bloomberg). Los precios de cotización será nuestra variable dependiente y los tipos de interés del bono español serán nuestra variable independiente, la que acompañará al parámetro β_1 que es parámetro objeto del análisis. Hemos utilizado los tipos de la deuda a 10 años para medir el riesgo país ya que aquí se ven reflejadas las expectativas de los inversores con respecto a nuestro país, es decir, si piden un tipo más algo significa que están exigiendo una mayor rentabilidad debido al aumento del riesgo.

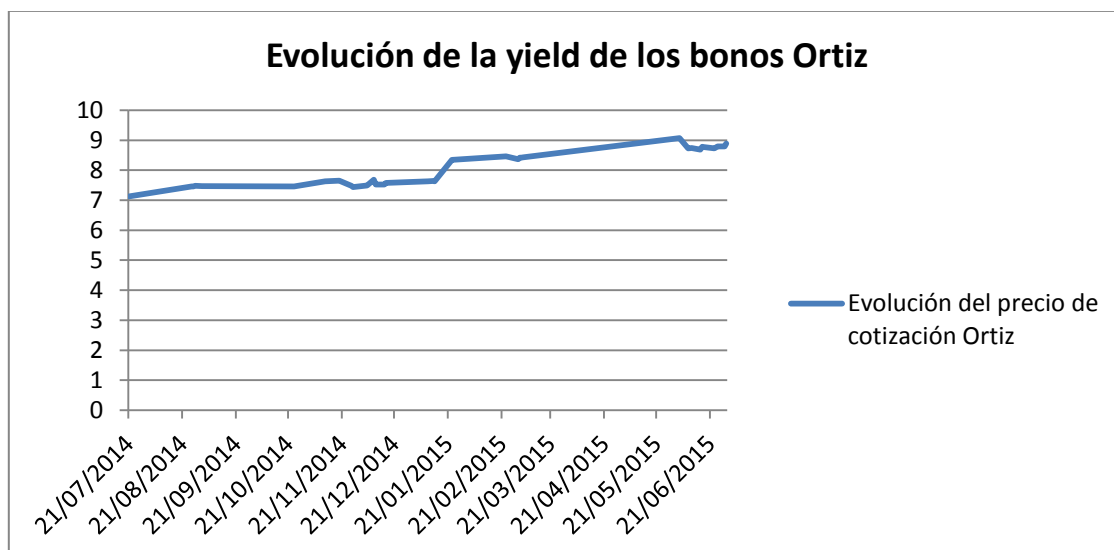
Antes de realizar los modelos veremos por separado, mediante un gráfico, cuál ha sido la evolución de los precios cotizados en el mercado secundario de estas emisiones mientras en paralelo cogeremos los datos de los tipos pagados por la deuda pública y estudiaremos también su evolución.

3.3. Resultados

En los próximos gráficos están reflejados los datos relativos a la evolución de los tipos de interés pagados por los bonos emitidos por Copasa y Ortiz durante el periodo de vida que han tenido hasta el

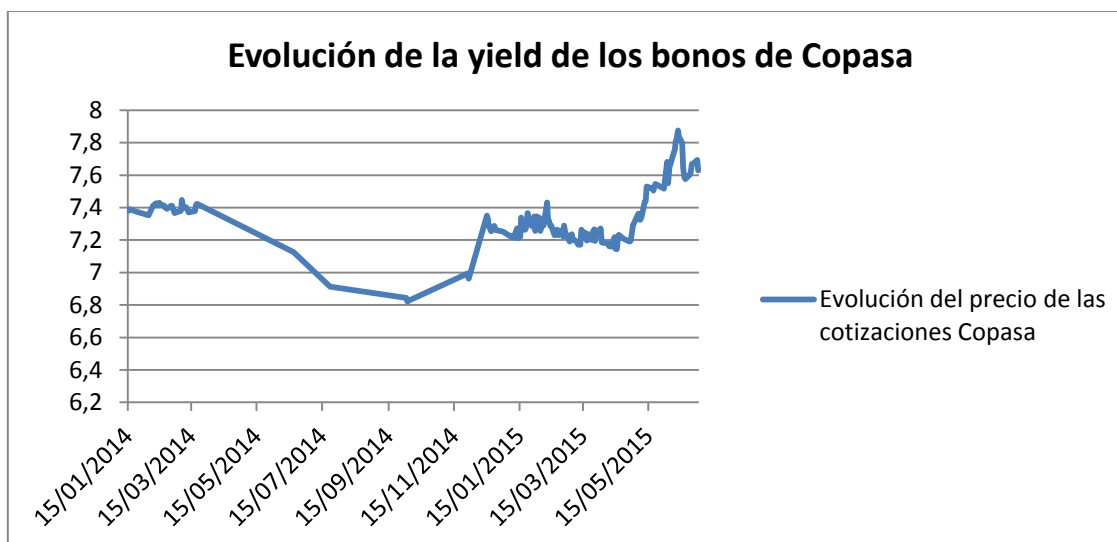
momento. En ambos casos, tanto en Copasa como en Ortiz vemos una tendencia al alza en los tipos pagados y por tanto ahora se encuentran en tipos superiores a los que pagaban en el momento de la emisión. Sin embargo, cabe destacar que los bonos de Copasa han sido más volátiles y los de Ortiz han seguido una tendencia positiva moderada durante prácticamente el periodo completo.

Gráfico 4: Evolución de los tipos de interés de Ortiz



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Gráfico 5: Evolución de los tipos de interés de Copasa

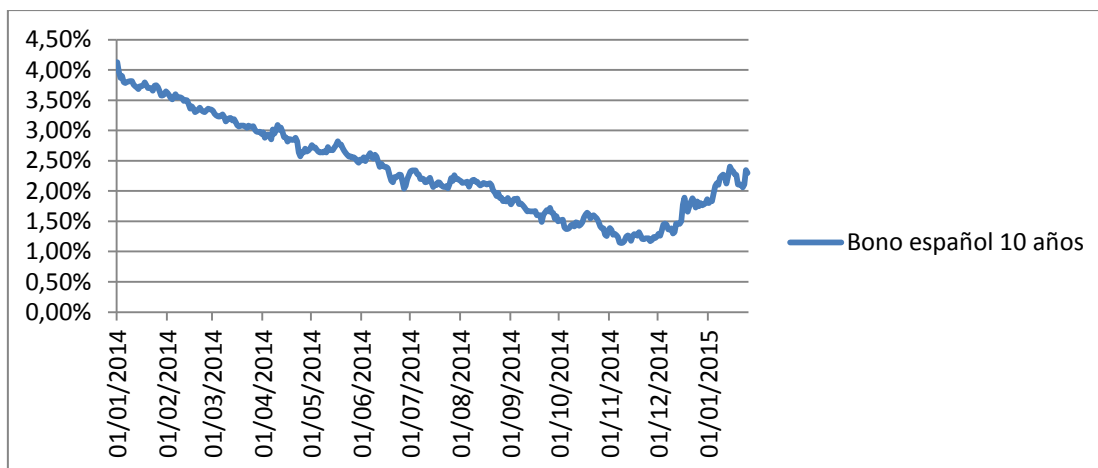


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Si nos fijamos ahora en el gráfico de evolución del bono español a 10 años vemos como los tipos de interés han ido disminuyendo desde tipos superiores al 4% hasta llegar a rozar el 1%. Esta caída de tipos se debe a causas como la percepción de un menor riesgo tras la salida de la crisis y no hay que olvidar las políticas monetarias llevadas a cabo por parte del Banco Central Europeo (BCE). El Quantitative

Easing (QE) ha tenido como consecuencia que los tipos bajasen hasta mínimos, e incluso en el corto plazo han llegado a situarse en tipos negativos, aunque a finales de 2014 ya han comenzado a aumentar los tipos.

Gráfico 6: Evolución de los tipos de interés de la deuda pública a 10 años.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Una vez analizadas las evoluciones hemos realizado dos modelos estimados por mínimos cuadrados ordinarios. El primero lo utilizaremos para comprobar si las variaciones en los tipos de interés de la deuda pública afectan a las variaciones de los tipos de interés pagados por el Grupo Ortiz y el segundo modelo para explicar lo mismo en relación a la emisión de Copasa.

$$\text{Modelo 1: Yield_ortiz} = \beta_0 + \beta_1 \text{bonoesp} + u$$

Modelo 1: estimaciones MCO utilizando 35 observaciones desde 14/07/21-15/09/21				
Variable dependiente: yield_ortiz				
Variable	Coefficiente	Desv. típica	Estadístico t	valor p
Const	5,75411	0,354959	16,2106	<0,00001 ***
bonoesp	1,25517	0,191546	6,5528	<0,00001 ***
Media de la var. dependiente = 8,03751 Desviación típica de la var. dependiente. = 0,59779 Suma de cuadrados de los residuos = 5,27984 Desviación típica de los residuos = 0,399994 $R^2 = 0,565445$ R^2 corregido = 0,552277 Grados de libertad = 33 Log-verosimilitud = -16,5624 Criterio de información de Akaike = 37,1249 Criterio de información Bayesiano de Schwarz = 40,2356 Criterio de Hannan-Quinn = 38,1987				

La tabla anterior refleja todos los resultados relativos al modelo obtenidos con el programa Gretl. En dicha tabla podemos observar que la variable objeto del estudio (β_1) es significativa a todos los niveles. Visto esto podemos concluir que dadas variaciones del bono español se producen variaciones del bono del Grupo Ortiz. En concreto, ante una variación de un punto porcentual en la variable independiente (bonoesp) aumenta el tipo de interés del bono emitido por el Grupo Ortiz en 1,25517 puntos porcentuales.

Si nos fijamos en el R^2 de nuestro modelo podemos ver que la variable incluida en este modelo, el bono español a 10 años, explica el 56.54% de las variaciones del precio del bono del Grupo Ortiz.

Modelo 2: Yield_copasa = β_0 + β_1 bonoesp+ u

Modelo 2: estimaciones MCO utilizando las 59 observaciones 1-59				
Variable dependiente: yield_copasa				
<i>Variable</i>	<i>Coeficiente</i>	<i>Desv. típica</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>valor p</i>
Const	6,90124	0,0504865	136,6947	<0,00001 ***
Bonoesp	0,151065	0,0190009	7,9504	<0,00001 ***

Media de la var. dependiente = 7,28717
Desviación típica de la var. dependiente. = 0,153446
Suma de cuadrados de los residuos = 0,647552
Desviación típica de los residuos = 0,106586
$R^2 = 0,525827$
R^2 corregido = 0,517508
Grados de libertad = 57
Log-verosimilitud = 49,3894
Criterio de información de Akaike = -94,7788
Criterio de información Bayesiano de Schwarz = -90,6237
Criterio de Hannan-Quinn = -93,1568

Al igual que en el modelo anterior en la tabla correspondiente al modelo 2 podemos observar que la variable objeto del estudio (β_1) es significativa a todos los niveles y por tanto al igual que en el modelo 1 podemos concluir que dadas variaciones del bono español se producen variaciones del bono de Copasa. En concreto, ante una variación de un punto porcentual en la variable independiente (bonoesp) aumenta el tipo de interés del bono emitido por Copasa en 0,151065 puntos porcentuales.

Si nos fijamos en el R^2 del modelo 2 podemos ver que la variable incluida en este modelo, el bono español a 10 años, explica el 52.58% las variaciones del precio del bono de Copasa, un porcentaje algo menor que el de Ortiz.

Por tanto, podemos concluir que las variaciones de los tipos de interés de la deuda pública española afectan de manera que cuando dicho tipo de interés aumenta el tipo de interés que pagan los emisores del mercado alternativo de renta fija también aumenta.

3.4. Limitaciones y futuras líneas de investigación

Las limitaciones de nuestro modelo es el hecho de incluir únicamente la variable independiente que era de nuestro interés. Para futuros trabajos de investigación sería interesante hacer un análisis empírico que abarcase un grupo más amplio de emisiones y que incluyese más variables.

De esta manera se podría comprobar con más exactitud cuáles son las variables que influyen en el tipo de interés del mercado alternativo de renta fija y conocer por tanto mejor los riesgos con respecto a este mercado.

Al igual que en este mercado sería interesante estudiar el resto de los mercados alternativos europeos para averiguar cuáles son las razones de las diferencias de tipos pagados por los emisores entre dichos mercados.

4. Otras fuentes de financiación alternativa

Antes de concluir con el trabajo me gustaría destacar que además de los mercados mencionados durante toda la investigación existen otras fuentes de financiación alternativa que también tienen un gran papel en el panorama actual. Nosotros queremos destacar el papel del Mercado alternativo Bursátil (MAB) y del Capital Riesgo.

4.1. Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

El MaB es un mercado que empezó su andadura en 2009, en plena crisis, y está orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características en el cuál se negocian títulos de renta variable (Bolsas y Mercados: MAB).

Se trata de un SMN promovido por Bolsas y Mercados Españoles y que cuenta con la supervisión de la CNMV.

Al igual que el mercado alternativo de renta fija facilita el acceso a la financiación a pequeñas y medianas empresas ofreciéndoles entre otras cosas visibilidad y un mercado líquido y con requisitos semejantes como puede ser la necesidad de contar con un asesor registrado. Esto se realiza a través de la adaptación de los diferentes costes y las exigencias de este tipo de emisiones a las empresas que van a formar parte del mercado.

Otra característica común con el mercado de renta fija es la oportunidad de adaptarse a un mercado de capitales para posteriormente cuando tengan la capacidad adecuada poder pasar a cotizar en Bolsa.

En este mercado cotizan empresas con características muy variadas. Entre las más novedosas encontramos las SOCIMI, SICAV o las ECR.

Cabe destacar que este mercado cuenta con beneficios fiscales que le hacen más atractivo y con algunas ventajas para los emisores como subvenciones para el acceso a estos mercados que les facilita el camino hacia este mercado (Hernando Sarriá Pedroza & Ramos-Juste, 2013).

4.2. Capital Riesgo

El capital riesgo también conocido como venture capital es una vía de financiación dirigida a empresas en su fase de creación. Los inversores prestan recursos financieros a empresas con un gran potencial de crecimiento pero que, por estar en su fase inicial, tienen un alto nivel de riesgo. Para decidir si prestarles estos recursos un comité de inversión será el encargado de revisar el plan de negocio de la empresas candidata y estudiarán si es beneficioso para ellos pasar a formar parte de los propietarios de dichas empresas.

Mediante la inversión en este tipo de compañías los inversores (fondos de capital riesgo) acaban obteniendo la propiedad de los activos de estas compañías, aunque el objetivo es que con esta financiación la empresas sea capaz de crecer y el inversor se deshaga de sus participaciones obteniendo un beneficio. Normalmente el sector donde más empresas se benefician de este tipo de financiación es en el sector tecnológico.

El capital riesgo además de los recursos financieros se encarga de prestar apoyo en la gestión, experiencia y contactos que permiten crecer a las empresas en cualquiera de sus fases de desarrollo o sector, con el objetivo, tal y como decíamos, de obtener un beneficio en el largo plazo (Hernando Sarriá Pedroza & Ramos-Juste, 2013).

5. Conclusiones

La crisis financiera a nivel mundial en la que nos hemos visto envueltos ha hecho que surjan muchas preguntas sobre todo en relación a los sectores más afectados y en concreto sobre el sistema financiero que ha sido uno de los más perjudicados. Como resultado de esto, se ha producido una gran restricción al crédito hacia todos los sectores de la sociedad, desde grandes empresas hasta hogares.

Las pequeñas y medianas empresas españolas han sido uno de los sectores más afectados por este fenómeno viéndose muchas de ellas obligadas a tener que cerrar sus negocios. Este tipo de empresas es el motor de la actividad de nuestro país y por una pieza clave para la generación de empleo en nuestro país. Debido a la necesidad de generar empleo y preservar el existente creemos que hay que tener como algo prioritario y hacer todo lo posible para facilitar el acceso al crédito a las PYMES.

Tras el desencadenamiento de la crisis financiera se puso en duda si la regulación que afectaba a las entidades financieras era suficiente y adecuada. A raíz de estos hechos se han llevado a cabo diversas modificaciones entre las que cabe destacar las nuevas exigencias por parte de Basilea III que han hecho difícil la posibilidad de aumentar las concesiones de crédito por parte de las entidades financieras ya que necesitaban dotar de liquidez a sus balances. A pesar de esto el sector financiero parece que está incrementando el número de créditos concedidos en los últimos meses, aunque a un ritmo muy lento comparado con los niveles anteriormente existentes, también es necesario romper con el modelo de financiación existente hasta la fecha. Es muy importante la diversificación de las fuentes de financiación para no vernos envueltos en el mismo problema si el sistema financiero atravesase otra crisis.

Como solución a este problema creemos que el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) juega un papel muy importante y en general todos los mercados alternativos que a lo largo de estos años han ido surgiendo por toda Europa y que se han creado con la misma función.

Estos mercados permiten a las PYMES acceder a la financiación a través de la emisión de títulos de renta fija (bonos, pagarés, fondos de titulización, Project bonds, etc) bajo unos requisitos mucho más simplificados que en los mercados oficiales.

A través de estos requisitos más simplificados las empresas deberán cumplir con menos exigencias y además beneficiarse de un ahorro en costes. Este ahorro en costes a la hora de emitir es muy importante ya que a veces es esto lo que imposibilita el acceso a estos canales de financiación. Hemos visto que en cuanto a la base inversora varía mucho entre mercados, algunos como el noruego está dirigido a todo tipo de inversores y otros como el español dirigen su emisión hacia inversores institucionales. En el caso español se justifica por la protección del inversor minorista que se presupone tiene unos conocimientos más limitados de estos productos y por tanto podría no conocer todos los riesgos asociados a este tipo de operaciones.

Para finalizar este trabajo hemos querido hacer un pequeño análisis econométrico para comprobar si influía y en qué medida el riesgo de nuestro país en el precio que los emisores de este mercado alternativo español tenían que pagar por sus emisiones. Finalmente hemos llegado a la conclusión de que si existe relación entre estas dos variables y por tanto el riesgo de nuestro país afectará al funcionamiento del mercado, en concreto, a los costes de emisión del mercado.

6. Bibliografía

- Ayuso, J. (Octubre 2013). Un análisis de la situación del crédito en España. Banco de España, Dirección general de servicios de estudios: 89 Boletín Económico.
- BME renta fija: MARF. (s.f.). Obtenido de <http://www.bmerf.es/esp/aspx/Portadas/HomeMARF.aspx>
- BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO. (28 de Abril de 2015). Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
- Bolsas y Mercados.(s.f.).Obtenido de https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx#ss_MaB
- Borsa Italiana. (s.f.). Obtenido de <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/extramotpro/extramotpro.en.htm>
- Chai, F. y Nguyen, D.B. (2011).The Cost of Business Credit by Firm Category»; Quarterly Selection of Articles 24, Banque du France; winter.
- Circular 2/2014, de 17 de Septiembre, sobre normas de contratación de valores negociados en el mercado alternativo de renta fija.
- Comisión Europea, Empresa e Industria. (s.f.). Obtenido de http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index_es.htm
- Comunicación corporativa BME. Nace el MARF como mercado alternativo de renta fija para financiación de empresas, Octubre 2013.
- De Jong, F. y Driessen, J. (2012):«Liquidity Risk Premia in Corporate Bond Markets», Quartely Journal of Finance, volumen 2, nº 2, junio
- Garrigues. (2013). Guía sobre el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF): *Una nueva alternativa de financiación*.
- Grupo Ortiz. (s.f.). Obtenido de <http://www.grupoortiz.com/>
- Gujjarro, P. y Mañueco, P. (2013). MARF: Perspectives and risks for Spain's new alternative fixed income market
- Hernando Sarriá-Pedraza, J. y Ramos-Juste, J.(2013). MARF: Oportunidad para pymes y perspectiva para inversores. AXEXOR IEB WP 2013-1013
- ICE 135 (Septiembre-Octubre 2013). Crisis y Reforma regulatoria del sistema financiero de la UE
- IEB-Asexor. (2015). *Anuario sobre renta fija y financiación alternativa*.
- Instituto nacional de Estadística- Encuesta de población activa.* (s.f.). Obtenido de <http://www.ine.es/inebmenu/indice.htm>
- Lamothe Fernández, P., & Monjas Barroso, M. (Septiembre-Octubre 2013). Mercados Alternativos de deuda para la financiación de la PYME: análisis perspectivas y propuestas. *crisis y reforma regulatoria del sistema financiero de la UE*, nº 874.
- Martínez Carrascal, C. y Mulino Ríos, M. (2014). La evolución del crédito bancario a las empresas españolas según su tamaño. Un análisis basado en la explotación conjunta de la información de la CIR y de la CBI. Banco de España 122 Boletín Económico, Enero 2014.*

Ministerio de Asuntos exteriores y cooperación, Oficina de Interpretación de Lenguas. (20 de Julio de 2012). Memorando de entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera.

Nordic ABM. (2011). *The Oslo Børs alternative marketplace for fixed income instruments*.

NORDIC ABM (2012): Issuing Corporate Bonds in Oslo: An Efficient, Flexible and Mature Market for Raising Debt Capital», Bolsa de Oslo.

NYSE EURONEXT . (2012). *Alternext Markets Rule*.

Oficina de publicaciones de la Comisión Europea. (2006). *La nueva definición de PYME: Guía del usuario y ejemplo de declaración*.

Peña, R. S. *Apuntes sobre el Mercado Alternativo de Renta Fija y su Reglamento*. Boletín CNMV trimestre I 2014.

Stuttgart Borse. (2012). *Terms and Conditions for Trading in the Regulated Unofficial Market at the Stuttgart Stock Exchange*.