MARF: perspectivas y riesgos para el nuevo mercado

Abordamos en el presente artículo una aproximación al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), inaugurado a inicios del mes de octubre de 2013. El objetivo es ahondar en uno de los pilares de la desintermediación financiera en España, tal y como se ha descrito en ediciones precedentes de Empresa Global, dando una visión de conjunto del funcionamiento y potencial de captación de fondos de este mercado.

Pablo Guijarro

El Mercado Alternativo de Renta Fija representa uno de los elementos fundamentales del proceso de desintermediación financiera en España. Se trata de un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) para instrumentos financieros emitidos por empresas que no cotizan en un mercado secundario oficial.

El carácter de sistema multilateral de negociación ofrece menos garantías que un mercado regulado como puede ser el AIAF Mercado de Renta Fija; por ello el MARF se dirige exclusivamente a inversores institucionales: el importe mínimo de inversión previsto no puede ser inferior a 100.000 euros.

Los requisitos formales de la emisión son también menos estrictos que los de los mercados secundarios oficiales, si bien mantienen un nivel de exigencia que busca reforzar la confianza por parte de los inversores. Entre estos requisitos aparecen los siguientes:

- Información contable auditada
- Presentación de un documento informativo

[iStock]/Thinkstock.

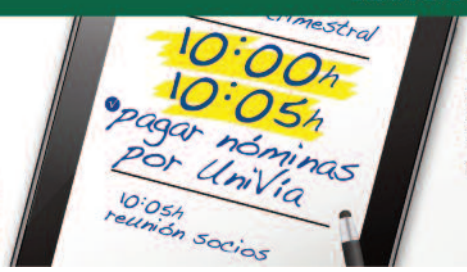
simplificado y estandarizado, que substituye al tradicional folleto de emisión

- *Scoring*, informe de solvencia, o calificación crediticia al uso

Los agentes participantes son los siguientes:

- Coordinador de la emisión
- Asesor registrado
- Valorador de la emisión
- Colocador

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12. 29007 Málaga. Inscrita R.Mº. de Málaga. Tomo 4.952. Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1. Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

• Entidad de liquidez en el mercado secundario

Las emisiones a realizar en este mercado pueden ser tanto de corto plazo (pagarés) como de largo plazo (bonos).

A continuación se profundiza en las características de los emisores potenciales en el MARF, así como en la capacidad que este mercado presenta para captar fondos del sector privado.

Emisores y captación de fondos

Emisores potenciales

Las siguientes características de los emisores y de las emisiones nos ayudarán a concretar qué empresas podrán acceder a este mercado:

a. Perfil del emisor:

• Empresas internacionalizadas

• Adecuado nivel de recursos propios frente a vencimientos de deuda a corto plazo, fondos de maniobra positivos y sin impagos

• Ratio de Deuda Financiera Neta/EBITDA inferior a 3,5 veces

• Nivel de EBITDA de al menos 12 millones de euros

• Incrementos constantes de facturación y EBITDA en los últimos años

b. Tamaño medio de la emisión: 20 millones de euros

A tenor de las características señaladas, se ha estimado que las empresas que podrán aspirar a emitir deuda en el MARF serán aquellas que dispongan de un volumen de facturación de al menos 100 millones de euros. En suma, los principales destinatarios, por el lado de la demanda de fondos, del MARF, son las empresas grandes no cotizadas.

Esta es una primera conclusión relevante, puesto que podría pensarse que el MARF es una infraestructura destinada a toda clase de PYME: el objetivo es fomentar la diversificación de fuentes de financiación para las empresas de mayor envergadura dentro del segmento PYME.

Cambios legislativos y soporte para el desarrollo del MARF

Para el análisis de la captación potencial de fondos en el MARF se realiza un análisis previo de los cambios legislativos que han tenido lugar para impulsar su desarrollo. Los más relevantes son los siguientes:

1. Se levanta la limitación de que las emisiones por parte de las sociedades anónimas no puedan superar el importe de los recursos propios más las reservas del último balance y las cuentas de regulación y actualización. También aplica a las sociedades anónimas no cotizadas que emitan deuda, siempre y cuando se dirija la emisión a inversores institucionales (éste es el caso de emisiones en el MARF).

2. Las empresas que emitan obligaciones en el mercado alternativo de renta fija no tendrán que elevar el documento de emisión a escritura pública ni proceder a su inscripción en el Registro Mercantil para poder alcanzar la inscripción de los valores en anotaciones en cuenta. El objetivo es aligerar las cargas impuestas a este tipo de operaciones y facilitar las emisiones mientras se mantiene la "correcta transparencia" en el mercado.

3. Los planes y fondos de pensiones podrán invertir en este mercado hasta un 3% de su patrimonio, mientras que las aseguradoras podrán destinar hasta un 10% del saldo de provisiones técnicas a cubrir.

4. La prohibición establecida en el artículo 402 de la Ley de Sociedades de Capital se mantiene: las sociedades limitadas no pueden realizar emisiones de deuda.

En cuanto a los apoyos públicos para el desarrollo de este mercado, los más relevantes son los siguientes:

1. ENISA destinará parte de su presupuesto a financiar la salida de empresas al MARF, para mitigar los costes de emisión y dotar de profundidad a este mercado (ENISA Mercados Alternativos).

2. El ICO ha puesto en marcha una nueva línea de crédito para financiar la adquisición de pagarés y bonos en este mercado por parte de entidades financieras, por un importe inicial de 1.000 millones de euros.

Captación potencial de fondos

La captación de fondos potencial del MARF se estima, de modo conservador, a partir de los siguientes escenarios:

a. Sólo se captan fondos al amparo de la línea del ICO: 1000 millones de euros

b. Se captan fondos por un importe equivalente a la mitad del total de inversión en este mercado permitido a seguros y fondos de pensiones:

• Fondos de pensiones: los desarrollos legislativos permiten la inversión en el MARF de hasta el 3% del patrimonio bajo gestión. Asumiremos un máximo de inversión del 1,5% en estos activos, que sobre el total gestionado por los fondos de pensiones a cierre de 2012 representa 1.306 millones de euros.

• Sector seguros: los cambios legislativos permiten la inversión de hasta el 10% del saldo total de provisiones técnicas. Asumiremos un máximo de inversión del 5% en estos activos, que sobre el total de provisiones técnicas a cierre de 2012 supone 9.485 millones de euros.

Consideramos que en una primera fase el mercado podría generar un volumen de captación más bien reducido, por lo que el rango entre 1.000 y 1.300 millones de euros acotado por la línea de financiación del ICO y el importe que podrían invertir los fondos de pensiones parece el más razonable.

Ha de tenerse presente que este volumen equivale al que el mercado de medianas empresas de Alemania (*Mittelstand Bond Market*) captó en su primer año de funcionamiento completo. En términos relativos, si en España se alcanza un volumen de emisión de semejante envergadura, estaríamos ante un verdadero éxito del MARF.

Riesgos principales

El análisis del valor del MARF en el marco de la desintermediación financiera en España no puede realizarse sin hacer referencia a los riesgos que conlleva su implantación y que son consustanciales a su desarrollo. Estos riesgos hacen referencia a tres variables: solvencia, rentabilidad y liquidez.

Como todo mercado en fase de desarrollo, la confianza de los inversores juega un papel destacado en la definición del potencial del mercado. Es por ello que los emisores que lideren las salidas a este mercado deben ser empresas cuya capacidad de repago no admita discusión, en la medida en que (i) determinarán sus diferenciales en la captación de fondos, y (ii) favorecerán una entrada gradual de otros emisores, sin una penalización excesiva en términos de coste.

El perfil crediticio de los emisores del MARF será el de una empresa *high yield*, por lo que la rentabilidad a ofrecer a los inversores será elevada, para compensar el mayor riesgo asumido. Esta caracterización crediticia no debe llevar a engaño: las empresas *high yield* tienen una mayor probabilidad de impago que las *investment grade*, pero no por ello son insolventes. En la medida en la que los líderes del mercado respondan a las expectativas de los agentes, será más fácil reducir la prima de riesgo adicional fijada a nuevos entrantes en el mercado de renta fija, atenuando progresivamente los costes de financiación de las empresas a través de este canal.

Finalmente, la liquidez de las emisiones jugará un papel destacado en el desarrollo del mercado. En primera instancia, no se debe pensar en un mercado profundo y líquido como el mercado continuo o como los grandes mercados internacionales. Por ello, los agentes que apuesten por invertir en las emisiones que abran el mercado deben ser conscientes de que la alternativa de mantenimiento hasta el vencimiento de las mismas puede

ser más conveniente que la idea de una venta en un momento intermedio. En este punto, inversores como entidades de seguros y fondos de pensiones, con estrategias más alineadas con este perfil, podrían tener una mayor propensión a liderar la entrada de inversores en este mercado.

A medida que el mercado gane profundidad y nuevos oferentes de fondos se incorporen al mismo, la prima por iliquidez se irá atenuando, pero no se puede descartar que este factor penalice a las primeras emisiones que se lleven a cabo en el mercado.

Conclusiones

El proceso de desintermediación financiera en España se encuentra aún en una fase incipiente. El establecimiento de infraestructuras como el Mercado Alternativo de Renta Fija supone un punto de apoyo para la diversificación de los canales de financiación de las empresas, y en particular, de las empresas no cotizadas, con un acceso tradicionalmente limitado a los mercados de capitales.

El nivel de desarrollo futuro de esta infraestructura dependerá en buena medida de los agentes que lideren la puesta en marcha del mismo: resultará clave que las primeras empresas que emitan deuda confirmen las expectativas de rentabilidad y riesgo de los inversores.

Por ello, en un primer estadio del desarrollo del mercado debe primar la calidad de las emisiones frente a la cantidad. Esta exigencia favorecerá no sólo el atractivo del mercado para el *pool* de inversores, sino también permitirá que el mercado asigne de forma racional y eficiente los costes de financiación a las empresas que decidan optar por esta vía para obtener fondos con los que llevar a cabo su actividad ::