

MARF: Oportunidad para PYMES y perspectiva para inversores

Jesús Hernando Sarriá Pedroza. Profesor del IEB

Javier Ramos-Juste. Responsable del Gabinete de Estudios Económicos de Axesor

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN. WP-2013-1013-GR

axesor
conocer para decidir



MARF: Oportunidad para PYMES y perspectiva para inversores

Jesús Hernando Sarriá Pedroza. Profesor del IEB

Javier Ramos-Juste. Responsable del Gabinete de Estudios Económicos de AXESOR

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN. WP-2013-1013-GR

ÍNDICE

MARF: Una oportunidad de financiación para PYMES

Jesús Hernando Sarriá Pedroza. Profesor del IEB

1. INTRODUCCIÓN	9
2. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE FINANCIACIÓN A LAS PYME EN ESPAÑA Y EN LA UNIÓN EUROPEA	10
2.1. Las PYME en España	10
2.2. Evolución del Crédito en la Eurozona	14
2.3. Evolución del Crédito en España	18
2.4. Estructura de Financiación de las PYME	22
2.5. Alternativas de Financiación	24
3. PROPUESTA DEL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA	29
3.1. Descripción	29
3.2. Experiencia en otros Estados de la UE	30
3.3. Estructura Necesaria de Mercado	36
3.3.1. Emisores	36
3.3.2. Avals y garantías	39
3.3.3. Inversores	40
3.3.4. Evaluaciones de Solvencia	42
3.4. Retos de Mercado	44
3.4.1. Liquidez	44
3.4.2. Rentabilidad	45

3.5. Retos legales	48
3.5.1. Normativa de Sociedades-Ley de Sociedades de Capital	48
3.5.2. Ley de Mercado de Valores	49
3.5.3. Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados	50
3.5.4. Reglamento de planes y fondos de pensiones	50
3.5.5. Estructura de Emisión	51
3.5.6. Fiscalidad	53
4. CONCLUSIONES Y COMENTARIOS FINALES	55
BIBLIOGRAFÍA	57

El Mercado Alternativo de Renta Fija: atractiva oportunidad de inversión

Javier Ramos-Juste. Responsable del Gabinete de Estudios Económicos de Axesor

1. RESUMEN EJECUTIVO	63
2. INTRODUCCIÓN	66
3. EL ENTORNO MACROECONÓMICO ALIENTA EL MOVIMIENTO DE CAPITALES HACIA LA DEUDA PRIVADA	68
3.1. Las emisiones brutas de renta fija de sociedades no financieras alcanzan un máximo histórico en 2012	70
3.1.1. Principales características de las emisiones internacionales de deuda en 2012	71
3.2. La laxitud monetaria de los bancos centrales	78
4. LA CONFIANZA INVERSORA REGRESA A LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	85
4.1. España registra entradas netas de capital en los últimos seis meses	88
4.2. España: país atractivo para invertir a pesar de una crisis de dimensiones históricas	90

4.3. Las empresas españolas como emisoras de inversión extranjera. La inversión española en el exterior	94
5. RENTA FIJA ESPAÑOLA: ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN	99
5.1. Tipología de inversores	99
5.2. Opciones de inversión	102
5.3. Comportamiento de la renta fija española en 2012 y perspectivas 2013	105
6. EXPERIENCIA DEL <i>MIDDLE MARKET</i> ALEMÁN EN LA EMISIÓN DE DEUDA CORPORATIVA	116
7. POSIBILIDADES DEL NUEVO MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA CORPORATIVA (MARF)	120
7.1. Descripción y características del futuro MARF	120
7.2. Comparativa con otras alternativas públicas de financiación	124
7.3. Rango estimado de rentabilidad y de riesgo	126

axesor
contar para decidir



MARF: Una oportunidad de financiación para PYMES

Jesús Hernando Sarriá Pedroza. Profesor del IEB

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo se ha elaborado con el objetivo de reconocer y resaltar la eficacia de las medidas tomadas al amparo de los cambios regulatorios en los que se encuentra sumida la economía española y que afecta al mercado monetario y de capitales nacional, fuente de financiación de grandes empresas y PYME.

Para alcanzar el objetivo planteado, se identificará si los mercados nacionales y en especial el mercado monetario y de capitales local cuentan con la estructura necesaria para afrontar las medidas propuestas. En este sentido también existe y se puede aplicar lo que algunos europeístas más radicales acuñan como discriminación en la afirmación: “hay dos velocidades en la eurozona”.

El riesgo sistémico⁽¹⁾, una de las causas de la crisis que llevo a esta reacción normativa en la eurozona, se fue conformando y tomando mayor relevancia con la apertura de las economías a los mercados de capitales, mediante las nuevas tecnologías y la incorporación de productos financieros cada vez más sofisticado que permitieron grandes desplazamientos de capital entre las economías a nivel mundial, dificultando exponencialmente la capacidad reguladora de las autoridades competentes.

Es evidente que esta crisis se apoyó en la capilaridad que alcanzaron los mercados financieros que ahora mismo impide al sistema financiero nacional el cumplimiento de sus funciones básicas de forma eficiente: Facilitar el Crédito, Canalizar los Pagos y Valorar los Activos Financieros.

La ayuda a las Entidades Financieras (EEFF) no se hizo esperar, en un primer intento de otorgar “Liquidez” al mercado, el Banco Central Europeo (BCE) prestó más de un billón de euros a la banca europea de los cuales 200.000 millones EUR se destinaron a bancos españoles a una tasa del 1%, con ello la banca compró deuda nacional al Tesoro a unas rentabilidades muy atractivas (3,04% de rentabilidad media de la deuda emitida por el Tesoro en 2012), en un segundo intento de recomponer las funciones del sector financiero se produce el Rescate a algunas EEFF por parte del MEDE⁽²⁾, que ha supuesto a la fecha dos desembolsos hacia la banca, uno en diciembre de 2012 por importe de 39.500 millones EUR. y el segundo en 1.865 millones EUR en febrero del presente año.

El primer argumento emitido como cortina ante la falta de crédito en la económica real en España fue precisamente la falta de Liquidez en los mercados financieros. Quedando claro que después de las acciones de inyección mencionadas no se trataba de un problema de liquidez sino de Solvencia o simplemente el crédito se derivó a operaciones más seguras como las realizadas mediante la compra de deuda al Tesoro mencionado en el párrafo anterior. Panorama aún más desalentador para la empresa que han venido observando cómo se ha disminuido el crédito por parte de las EEFF pese a las medidas adoptadas.

⁽¹⁾ **Riesgo Sistémico:** Posibilidad de que el desmoronamiento de una empresa, de un segmento del mercado o de cualquiera de los circuitos financieros ligados a los instrumentos derivados, se extienda, de forma general, a otras empresa, segmentos de mercado o circuitos financieros.

⁽²⁾ **MEDE:** Mecanismo Europeo de Estabilidad.

El desplome de la financiación por parte de las EEEF, con sus consecuencias en la economía real, ha resaltado la dependencia por parte de las empresas en España y en especial las PYME de las Entidades de Crédito. Lo anterior deja en evidencia una gran debilidad del sistema financiero nacional: la falta de profundidad del mercado monetario y de capitales.

Las PYME han sido el centro de atención por parte de las autoridades europeas en los últimos meses. Para ello MiFID II⁽³⁾, ha querido asistir a este tipo de empresas proponiendo una nueva subcategoría de mercados denominada “Mercados de PYME en expansión” conveniente para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas, así como facilitar el desarrollo de los mercados especializados que se proponen centrarse en las necesidades de los emisores pequeños y medianos.

Por otra parte y durante el período de prestación de asistencia financiera por parte del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), las autoridades españolas se han comprometido a adoptar medidas para el fomento de la intermediación financiera no bancaria incluyendo principalmente acciones para desarrollar los mercados de capitales, especialmente aquellos orientados a la mediana empresa y el capital riesgo, para llenar el vacío que ha dejado el severo corte de la financiación bancaria de la que tradicionalmente han dependido las empresas españolas.

El Ministerio de Economía anunció en septiembre de 2012 que estudiaría la creación de un Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), como respuesta a los requerimientos del MOU⁽⁴⁾, alternativa que se viene desarrollando con buena acogida por parte de emisores e inversores en países como Francia, Noruega, Alemania y Reino Unido, desde hace más de dos años.

A continuación se analizará con detenimiento si el mercado financiero español cuenta con la estructura necesaria para que sus PYME puedan obtener recursos financieros directamente del mercado como ya se hace en otros Estados de la Unión Europea. También es necesario identificar los retos legales, fiscales y de mercado, a los que estarán sujetas las PYME que tengan la intención y capacidad de captar recursos directamente del mercado.

2. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE FINANCIACIÓN A LAS PYME EN ESPAÑA Y EN LA UNIÓN EUROPEA

2.1. LAS PYME EN ESPAÑA

Es conveniente revisar la definición de PYME, como punto de partida para el acceso al capital siendo este un problema constante para este tipo de empresas, fundamentalmente porque con frecuencia no pueden ofrecer las garantías que requieren los prestamistas tradicionales. Como aporte contributi-

⁽³⁾ MiFID II: Markets in Financial Instruments Directive II o Revisión de la Directiva MiFID.

⁽⁴⁾ Memorandum of Understanding, firmado entre Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el Gobierno Español.

vo, la definición facilita la financiación de capital para las PYME mediante la concesión de un trato favorable ante algunos inversores, como los fondos regionales, las empresas de capital riesgo y los inversores providenciales (Business Angels), sin que por ello la empresa pierda su condición de PYME. Fundamentalmente, la definición tiene en cuenta la capacidad de una PYME para recabar fondos exteriores. Por ejemplo, empresas que estén vinculadas a otras con muchos recursos financieros probablemente superarán los límites y no podrán optar a la condición de PYME.

Esto mismo es válido para las pequeñas autoridades locales autónomas con un presupuesto anual inferior a los 10 millones de euros y una población por debajo de los 5.000 habitantes. Pueden invertir en una PYME hasta una determinada proporción sin que ello perjudique a la empresa de que se trate a la hora de solicitar subvenciones.

En el siguiente gráfico se resume la definición de PYME, propuesta el 6 de mayo de 2003, por la Comisión Europea donde adoptó una nueva Recomendación para tener en cuenta los cambios económicos ocurridos desde 1996 (Anterior propuesta de definición) y que entró en vigor el 1 de enero de 2005 y se aplica a todas las políticas, programas y medidas que arbitra la Comisión para las PYME.

Definición de PYME

GRÁFICO 1. Definición de PYME.

Fuente: La nueva definición de PYME CE.

Categoría de empresa	Cálculo de plantilla: Unidades de trabajo anual (UTA)	Volumen de negocios anual	Balance general anual
Mediana	< 250	≤ 50 millones de euros (40 millones de euros en 1996)	≤ 43 millones de euros (27 millones de euros en 1996)
Pequeña	< 50	≤ 10 millones de euros (7 millones de euros en 1996)	≤ 10 millones de euros (5 millones de euros en 1996)
Microempresa	< 10	≤ 2 millones de euros (no delimitado anteriormente)	≤ 2 millones de euros (no delimitado anteriormente)

Las PYME en España, representan a diciembre de 2012 un 99,64% del total de las empresas según datos de la Seguridad Social.

TABLA 1. Empresas inscritas en la Seguridad Social a 31/Dic/2012.

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Empresas Por tamaño	Total	Tasa de variación %	
		Intermensual	Interanual
Microempresas (1-9 asalariados)	1.025.848	-0,42	-2,67
Pequeñas (10-49 asalariados)	121.111	-1,53	-6,87
Medianas (50-249 asalariados)	20.698	-1,33	-6,33
PYME (1-249 asalariados)	1.167.657	-0,55	-3,19
Grandes (250 o más asalariados)	4.187	-0,62	-4,93
Total Empresas	1.171.844	-0,55	-3,20

La característica más notable de la PYME española es su contribución a la generación de empleo, ocupando cerca del 60% del total de trabajadores. Y en particular, son las empresas de menor dimensión las que ocupan un mayor número de empleados, así, las microempresas y las pequeñas empresas, representan el 21,1% y el 20,5%.

TABLA 2. Trabajadores inscritos en la Seguridad Social a 31/Dic/2012.

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Empresas Por tamaño	Total	Tasa de variación %	
		Intermensual	Interanual
Microempresas (1-9 asalariados)	2.571.000	-0,66	-3,69
Pequeñas (10-49 asalariados)	2.360.300	-1,56	-6,92
Medianas (50-249 asalariados)	2.051.700	-1,19	-5,96
PYME (1-249 asalariados)	6.983.000	-1,12	-5,47
Grandes (250 o más asalariados)	5.015.300	0,37	-4,69
Total Empresas	11.998.300	-0,50	-5,15

TABLA 3. Número de empresas por tamaño inscritas en la Seguridad Social.

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

AÑOS (último día de cada período)	TAMAÑO DE LA EMPRESA							
	Total	De 1 a 2 trabajadores	De 3 a 5 trabajadores	De 6 a 9 trabajadores	De 10 a 25 trabajadores	De 26 a 49 trabajadores	De 50 a 249 trabajadores	De 250 trabajadores o más
2007	1.405.938	748.321	311.940	138.723	134.479	40.555	27.155	4.765
2013: ENERO	1.155.168	660.397	248.156	102.296	92.827	26.816	20.538	4.138
	- 250.770	- 87.924	- 63.784	- 36.427	- 41.652	- 13.739	- 6.617	- 627
	-17,8%	-11,7%	-20,4%	-26,3%	-31,0%	-33,9%	-24,4%	-13,2%

El deterioro de la demanda interna y del crédito han supuesto un descenso del número de empresas inscritas en la Seguridad Social. Las empresas que más han sufrido las consecuencias de esta situación en variación porcentual por tamaño han sido las de 26 a 49 trabajadores con un descenso de 33,9% desde finales de 2007 hasta enero de 2013, seguida por las empresas entre 10 y 25 trabajadores con un descenso del 31,0% en el mismo periodo. En total hay 250.770 empresas menos a 31 de enero del año en curso.

El incrementado sustancial de las bajas y la disminución de las altas de unidades económicas (Autónomos + Empresas) constata el proceso de desestructuración del tejido empresarial en España.

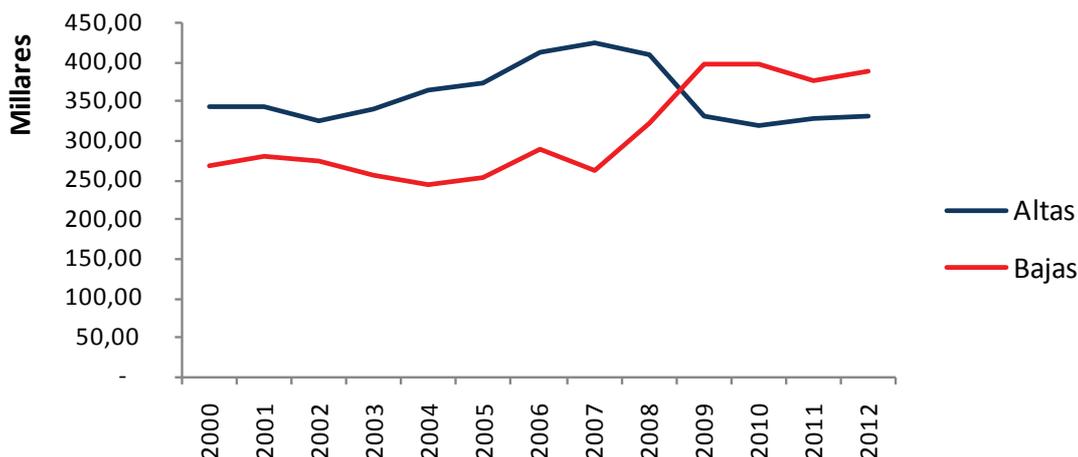
TABLA 4. Altas y Bajas de empresas.

Fuente: DIRCE.

	Altas	%Var	Bajas	%Var
2000	344.432,00		269.070,00	
2001	344.806,00	0,11%	280.900,00	4,40%
2002	327.068,00	-5,14%	274.365,00	-2,33%
2003	343.221,00	4,94%	255.393,00	-6,91%
2004	366.343,00	6,74%	243.236,00	-4,76%
2005	374.094,00	2,12%	251.539,00	3,41%
2006	415.275,00	11,01%	288.661,00	14,76%
2007	426.321,00	2,66%	260.122,00	-9,89%
2008	410.975,00	-3,60%	322.528,00	23,99%
2009	334.072,00	-18,71%	398.229,00	23,47%
2010	321.180,00	-3,86%	399.106,00	0,22%
2011	331.264,00	3,14%	376.945,00	-5,55%
2012	334.516,00	0,98%	391.270,00	3,80%

GRÁFICO 2. Altas y bajas de empresa.

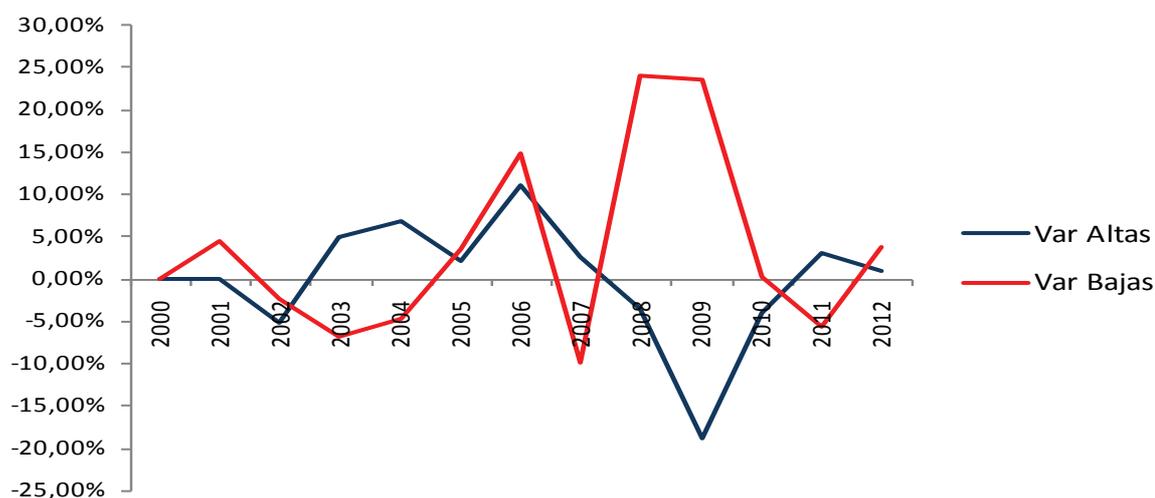
Fuente: DIRCE.



Se puede apreciar en el siguiente gráfico como ha sido el comportamiento de las tasas de variación de las altas y bajas, que arroja un dato preocupante respecto al repunte de la tasa de bajas para finales de 2012.

GRÁFICO 3. Tasas de variación de altas y bajas de empresa.

Fuente: DIRCE.



2.2. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO EN LA EUROZONA

La última encuesta sobre préstamos de entidades de crédito a empresas⁽⁵⁾ (enero 2013) en la zona euro, indica que el endurecimiento de las condiciones de los créditos se mantiene casi estable, el porcentaje neto de bancos de la zona euro informaron que el costo de los fondos y las restricciones de balance han contribuido a mantener elevados los criterios de aprobación de los préstamos, indicando que dentro de los bancos continúa la necesidad de ajuste de los balances, a ello se suman las expectativas económicas adversas en la zona euro, las cuales han venido en aumento y pronunciando el impacto neto de endurecimiento por riesgo colateral el cual aumentó ligeramente en el cuarto trimestre de 2012.

La interpretación de los resultados se realiza mediante un indicador de difusión que se obtienen a partir de las respuestas de las entidades a las preguntas sobre la evolución —observada en el último trimestre y prevista para el siguiente— de la oferta y de la demanda de crédito. En concreto, para resumir la información aportada por las entidades en cada una de estas preguntas se emplea un indicador de difusión (ID) que cuantifica los resultados en función del signo y de la intensidad de las respuestas.

Se define del siguiente modo:

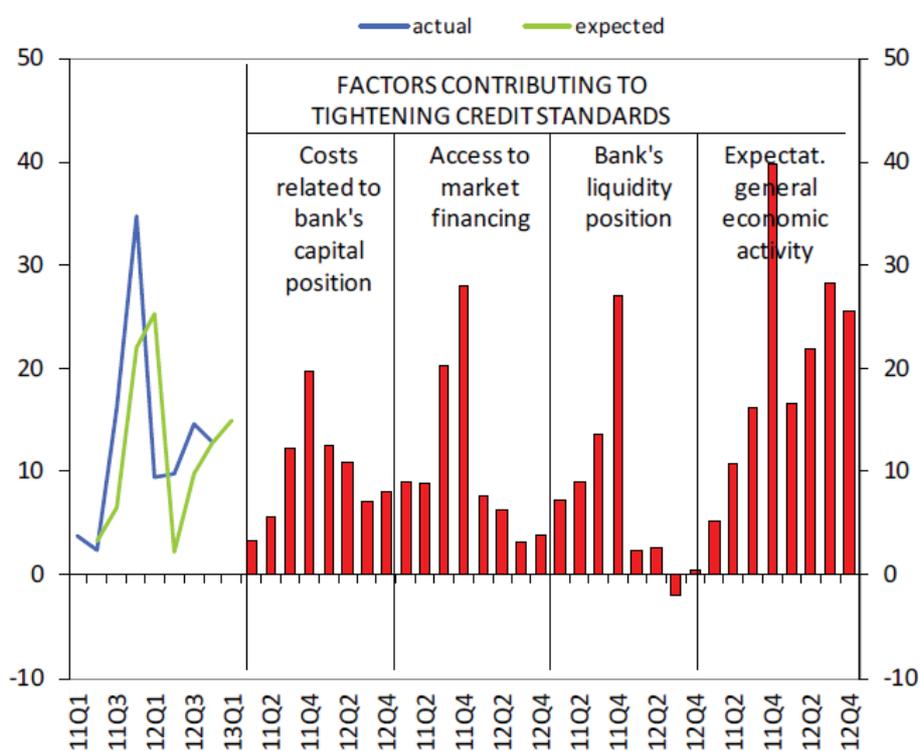
⁽⁵⁾ The Euro Area Bank Lending Survey, 4Th Quarter of 2012 January 2013 – ECB.

$$\begin{aligned}
 ID = & \% \text{ de entidades que señalan un aumento considerable} \times 1 + \\
 & + \% \text{ de entidades que señalan un cierto aumento} \times 0,5 - \\
 & - \% \text{ de entidades que señalan un cierto descenso} \times 0,5 - \\
 & - \% \text{ de entidades que señalan un descenso considerable} \times 1
 \end{aligned}$$

Por tanto, este indicador puede tomar valores comprendidos entre -100 y 100. La interpretación de los signos es la siguiente. Registros positivos (negativos) de los indicadores de oferta reflejan un endurecimiento (relajación) de la oferta de crédito. Por su parte, valores positivos (negativos) de los de demanda denotan una evolución expansiva (contractiva) de la misma.

GRÁFICO 4. Factores de endurecimiento del crédito.

Fuente: The Euro Area Bank Lending Survey 4T 2012 - Enero 2013. ECB.



En términos netos, el endurecimiento de las condiciones crediticias del último cuatrimestre de 2012 respecto al anterior, en general parece que se ha aplicado más a las grandes empresas⁽⁶⁾ que a las pequeñas y medianas empresas (PYME), dato que podría estar mostrando señales que el endurecimiento que ha sufrido la PYME en las condiciones crediticias desde el inicio de la crisis en 2008, puede estar llegando a empresas que hasta ahora no tenían este tipo de restricciones por su tamaño o condición de gran empresa.

(6) Se define Gran Empresa: las que cuentan con más de 250 empleados o más de 50 millones de euros en volumen de negocio anual o más de 43 millones de euros de balance.

El endurecimiento neto de los criterios de los préstamos a las PYME se mantuvo elevado, prácticamente sin cambios en el 12% en el cuarto trimestre de 2012 (frente al 11% en la encuesta anterior), mientras los criterios de concesión de préstamos a grandes empresas se situó en el 15% (en comparación con un 17% en el tercer trimestre de 2012). No se percibe diferencia de endurecimiento de criterios entre la concesión de préstamos a largo plazo y préstamos a corto plazo.

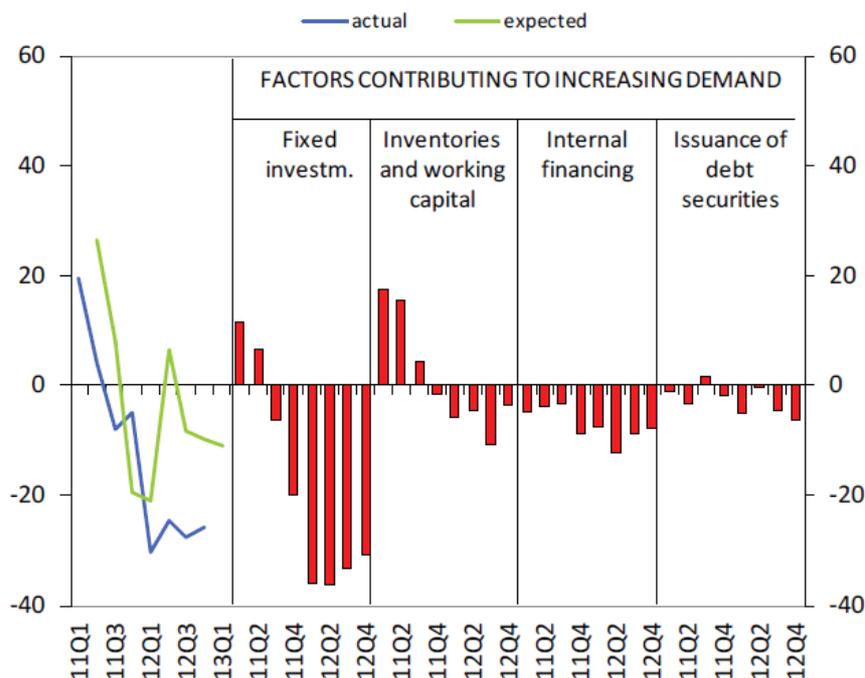
Al igual que en el trimestre anterior para el cuarto trimestre de 2012, continuó el descenso pronunciado de la demanda neta de préstamos a empresas (-26%, frente al -28% en el tercer trimestre de 2012).

Para el primer trimestre de 2013, los bancos de la zona euro esperan una disminución neta menos pronunciada en la demanda de préstamos a empresas. De acuerdo con los bancos declarantes, la caída de la demanda neta de préstamos fue impulsada principalmente por:

- a. Un impacto negativo y sustancial de la inversión en activos fijos de las empresas (-31% en el cuarto trimestre de 2012, después de -33% en el tercer trimestre de 2012).
- b. Disminución en operaciones de M&A (Fusiones y adquisiciones) (-15%, -17% después del tercer trimestre de 2012).
- c. La disminución de actividad deriva al ajuste de los inventarios y el capital de trabajo (-4%, después de -11% en el tercer trimestre de 2012), a pesar de ello contribuyó menos a la disminución neta de la demanda de préstamos a las empresas.
- d. El uso de otras fuentes externas de financiación tuvo un impacto mixto en la disminución neta de la demanda de préstamos corporativos. A fin de cuentas, los bancos de la zona euro registraron una contribución prácticamente sin cambios a la disminución neta de la demanda derivada de la emisión de títulos de deuda (-6%, después de -5% en el tercer trimestre de 2012) y los préstamos de las entidades no bancarias (-3%, después de -2% en el tercer trimestre de 2012).
- e. Por el contrario, la emisión de patrimonio ha aportado positivamente a la demanda neta de préstamos (1%, después de -2% en el tercer trimestre de 2012). Al igual que en la encuesta anterior, el uso de fuentes internas de financiamiento contribuyó negativamente a la demanda de préstamos (-8%, después de -9% en el tercer trimestre de 2012).

GRÁFICO 5. Factores que afectan la demanda de crédito.

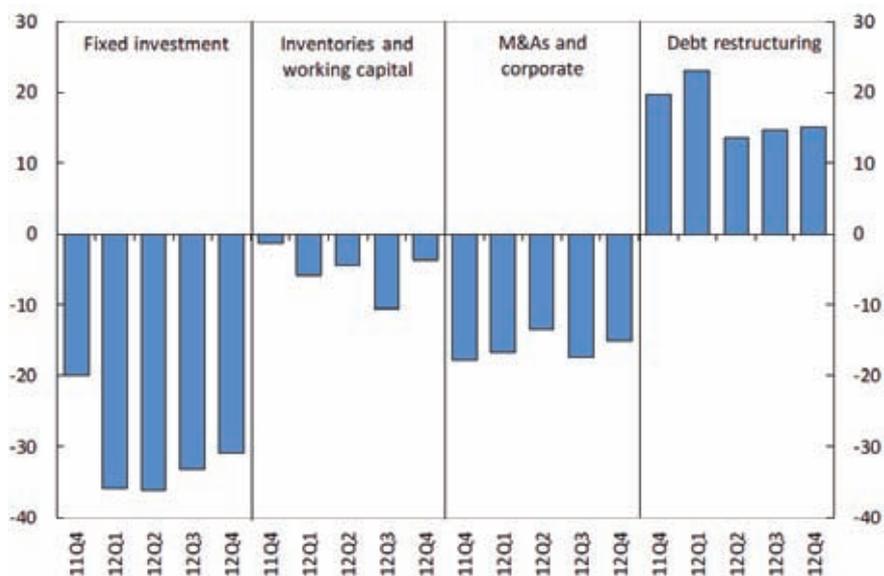
Fuente: The Euro Area Bank Lending Survey 4T 2012-Enero 2013. ECB.



Respecto a los factores que afectaron positivamente la demanda de préstamos y líneas de crédito a empresas, los bancos mencionaron que la mayor demanda se concentró en la reestructuración de deuda, confirmando que el crédito se está enfocando en refinanciar las unidades productivas existentes y donde no se muestran signos de demanda por inversión a corto plazo.

GRÁFICO 6. Porcentajes netos de EEFF que reportan una contribución positiva a la demanda de crédito.

Fuente: The Euro Area Bank Lending Survey 4T 2012-Enero 2013. ECB.



El endurecimiento del crédito desde el inicio de la crisis en 2007, se corrobora en los datos de aprobación de solicitudes de financiación por parte de las entidades financieras. Hasta 2010 ha tenido el siguiente comportamiento.

TABLA 5. Solicitud de créditos por PYME en la UE.

Fuente: Eurostat.

	2007			2010		
	Aprobadas	Parcialmente Aprobadas	Rechazadas	Aprobadas	Parcialmente Aprobadas	Rechazadas
Bélgica	92,4	5,4	2,2	83,1	11,2	5,7
Bulgaria	87,0	9,9	3,1	42,5	22,0	35,5
Alemania	85,3	8,0	6,7	75,9	15,9	8,2
Irlanda	96,9	2,1	1,0	53,2	20,2	26,6
Grecia	87,6	11,7	0,7	59,6	29,6	10,8
España	87,3	9,7	3,0	59,1	27,8	13,2
Francia	94,5	3,6	2,0	83,3	9,7	7,0
Italia	86,6	12,2	1,2	78,4	16,7	4,9
Holanda	84,3	8,9	6,8	61,3	16,2	22,5
Finlandia	98,1	1,9	0,0	95,9	3,9	0,2
Suiza	84,2	7,0	8,7	79,7	14,1	6,1
UK	88,4	6,1	5,6	64,6	14,7	20,8

Se puede observar como en España se ha producido un descenso considerable en el periodo observado en las solicitudes aprobadas (un 32,3% menos), mientras en Finlandia, Francia y Alemania la contracción del crédito bancario ha sido menos pronunciada.

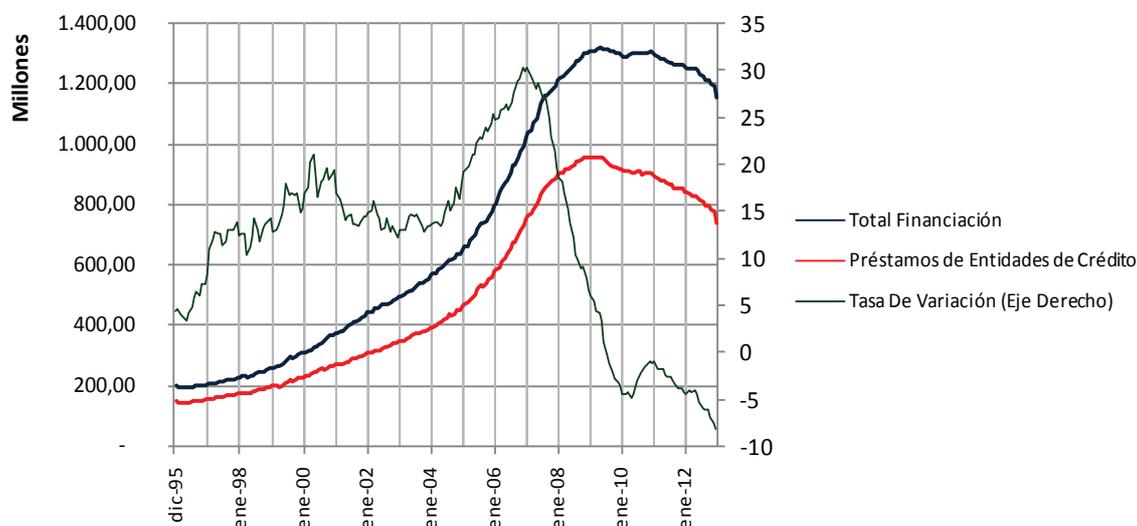
2.3. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO EN ESPAÑA

La situación del crédito a las empresas en España es una de las más delicadas en la zona euro, actualmente en mínimos desde el inicio de la crisis financiera en 2007.

Según informe del Banco de España sobre financiación a sociedades no financieras residentes publicado en enero de 2013 los créditos a las empresas sufrieron un severo ajuste del 8,5% respecto al mismo mes de 2012 hasta los 725.791 millones de euros. La caída de los préstamos ha contribuido al desapalancamiento forzoso por parte de las empresas, el cual ha reducido su saldo neto en un 6,3% con respecto al mismo mes del año pasado, hasta 1,140 billones de euros, completando el cuarto año consecutivo en caída de la cifra de préstamos a sociedades no financieras.

GRÁFICO 7. Financiación a Sociedades No Financieras, Residentes en España.

Fuente: BDE.



Dentro de las empresas su estructura de balance en lo que respecta al nivel de endeudamiento y a la capacidad de devolución de la deuda, no parece la más adecuada para afrontar esta situación de iliquidez del mercado de crédito. De la muestra de empresas que colaboran con la central de balances del Banco de España se aprecia que las empresas locales mantienen unos elevados ratios de endeudamiento. Como se observa en la Tabla 6, a finales de 2011, las PYME contaban con un ratio medio de Deuda/Fondos Propios de 94,8%, mientras que las grandes empresas cuentan con un ratio de 137,5%.

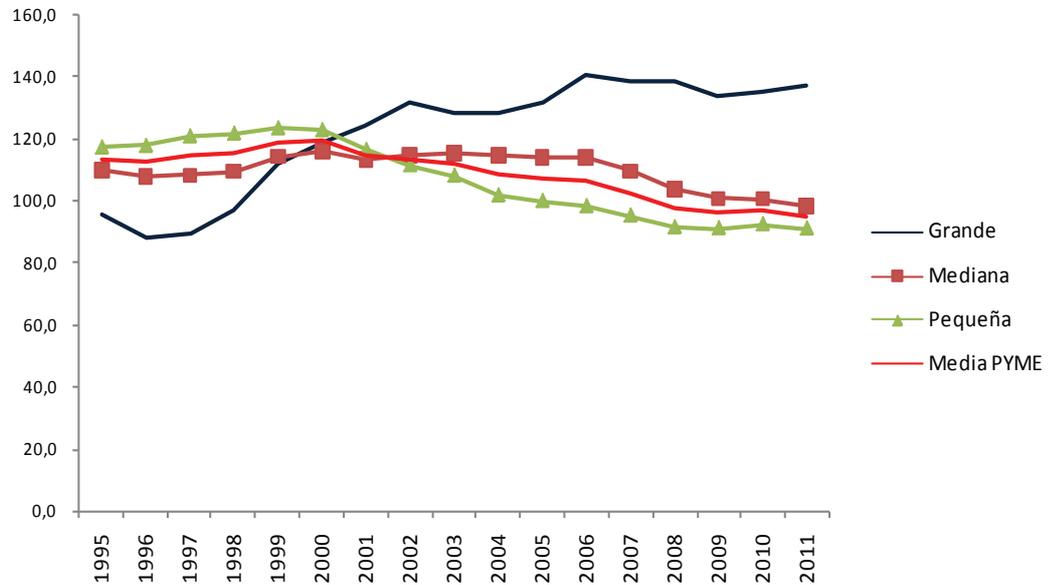
TABLA 6. Ratio de Endeudamiento de Empresas Deuda/Fondos Propios en porcentaje.

Fuente: BDE-Central de Balances.

	Tipo empresa			
	Grande	Mediana	Pequeña	Media PYME
2000	119,2	116,3	123,0	119,7
2001	124,2	113,6	116,6	115,1
2002	132,3	114,8	111,7	113,3
2003	128,7	115,7	108,3	112,0
2004	128,3	114,7	101,9	108,3
2005	132,3	114,1	100,1	107,1
2006	140,9	114,1	98,4	106,3
2007	138,7	109,8	95,4	102,6
2008	138,6	103,8	91,6	97,7
2009	134,3	100,9	91,3	96,1
2010	135,2	100,7	92,6	96,7
2011	137,5	98,3	91,2	94,8

GRÁFICO 8. Ratio de Endeudamiento de Empresas Deuda/Fondos Propios.

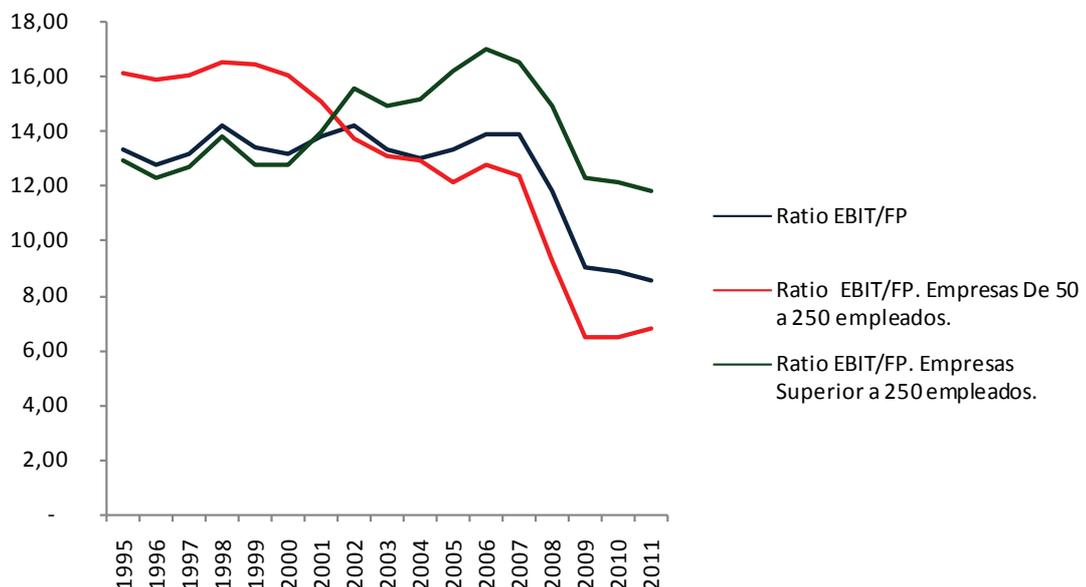
Fuente: BDE. Central de Balances.



El menor dinamismo de la deuda de las PYME en comparación con el de las grandes empresas durante el período reciente puede estar en parte relacionado con el mayor impacto que la crisis ha ejercido sobre la situación económica y financiera de estas empresas, lo que explica la mayor dificultad para acceder a nuevos recursos ajenos. Así, la información de las bases de datos de la Central de Balances revela una caída más acusada de los indicadores de actividad y de resultados económicos para este tipo de compañías en comparación con las de mayor dimensión, como se observa a continuación.

GRÁFICO 9. Ratio EBIT/Fondos Propios.

Fuente: BDE. Central de Balances.



Los costes de financiación están debilitando las cuentas de resultados de las empresas. Como se observa en la encuesta de préstamos por parte de los bancos en la zona euro, la principal demanda de financiación proviene de la reestructuración de la deuda, donde se exige a las empresas la aportación de nuevas garantías, y unos costes financieros en algunos casos muy elevados. Aunque el Euribor12M cerró enero de 2012 al 0,620% y los tipos del BCE se mantienen en el 0,75%, la financiación bancaria ronda el 6,0%.

Tomando como referencia los diferenciales vigentes para las líneas de crédito ICO a la fecha de publicación del presente documento, podemos comprobar con su estructura de costes (Euribor6M + Diferencial + Margen) que para una inversión en activos fijos a 10 años el coste financiero se situaría en Euribor6M + 4,25% + 2,3% (6,92% TIN).

TABLA 7. Estructura de interés ICO.

Fuente: ICO.

Plazo	Diferencial
180 días	0,60%
Hasta 1 año	1,50%
2 y 3 años	2,30%
5 y 7 años	3,50%
10, 12, 15 y 20 años	4,25%

Con esta estructura de costes financieros es muy lógico que la rentabilidad financiera (ROE) en las PYME se esté deteriorando.

Como último aspecto a mencionar y condicionante actual del crédito por parte de los bancos nacionales, se debe mencionar la tormenta regulatoria desatada por los acontecimientos que provocaron la crisis financiera en 2007.

Las nuevas medidas de capital y de liquidez de Basilea III, endurecen significativamente la regulación bancaria. Por ello, se ha acordado establecer un período transitorio amplio durante el cual las medidas se implantarán gradualmente. Este período abarca desde el 1 de enero de 2013 hasta el 1 de enero de 2019.

En España Basilea II y Basilea 2.5⁽⁷⁾ se encuentran con normativa definitiva en vigor y su implementación concluida, Basilea III, se encuentra en normativa preliminar publicada.

⁽⁷⁾ BASILEA 2.5, acordado en julio de 2009, mejora las medidas de los riesgos relacionados con las titulaciones y las exposiciones de la cartera de negociación. Su fecha límite de aplicación se fijó para el 31 de diciembre de 2011.

Elementos de Basilea III

- Aumento de la calidad del capital.
- Mejora de la captura de los riesgos de determinadas exposiciones.
- Aumento del nivel de los requerimientos de capital.
- Constitución de colchones de capital.
- Introducción de una ratio de apalancamiento.
- Mejora de la gestión del riesgo, del proceso supervisor y de la disciplina de mercado.
- Introducción de un estándar de liquidez.

La CRD IV⁽⁸⁾ basada en Basilea III, constituye un importante paso adelante en la regulación del capital. Elevará significativamente los requisitos prudenciales, asegurará que el capital reglamentario absorbe verdaderamente las pérdidas y disuadirá de llevar a cabo algunas de las actividades de riesgo para las que el régimen anterior a la crisis requería un capital demasiado limitado. De forma más general, tanto esta crisis como las anteriores muestran que el no contar con suficiente capital y liquidez de alta calidad genera grandes costes económicos a la sociedad cuando los bancos se enfrentan con dificultades.

Las medidas propuestas por CRD IV evidentemente incrementarán los costes bancarios, y eso afectará de forma significativa a las empresas de la UE, especialmente a las PYME, debido a su alto grado de dependencia de la financiación bancaria, por otra parte se ha de procurar no imponer a las PYME de la UE unos costes que las sitúen en desventaja con sus competidoras internacionales.

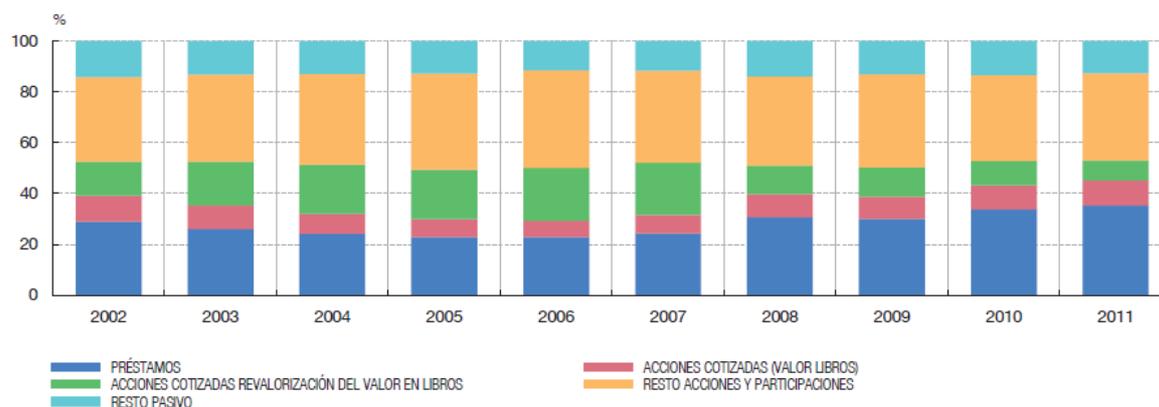
2.4. ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DE LAS PYME

La PYME en España, ha tenido una gran dependencia de las Entidades de Crédito para su crecimiento y expansión, el acceso directo al mercado monetario y de capitales ha estado reservado para las grandes empresas. Como se observa en el Gráfico 8, el peso de los préstamos en la estructura de pasivo ha sido muy relevante.

⁽⁸⁾ CRD IV: Directiva de Requerimientos de Capital IV es el último marco regulatorio propuesto por la Comisión Europea para ayudar a implementar las reglas de Basilea III en la UE.

GRÁFICO 10. Estructura de Pasivo-Total Empresas.

Fuente: BDE-Central de Balances Anual.



Cuando se acude a fuentes de financiación externas, en muchos casos, las empresas prefieren endeudarse antes que financiarse mediante instrumentos de renta variable debido, principalmente, a que los accionistas tratan de evitar interferencias en el control de la firma. Respecto a los costes, para este tipo de empresas (PYME) la financiación bancaria suele ser más barata que el equity, debido a la falta de información sobre estas en el mercado. Al igual que la financiación por emisión de acciones, la deuda por emisión de renta fija parte de las desventajas informativas que los potenciales inversores externos puedan tener, las cuales tienden a encarecer la financiación externa, en el caso que sea una empresa que emita por primera vez en el mercado. Para las PYMES, las asimetrías informativas son todavía mayores al tener restricciones por su reducido tamaño, falta de historial de emisión y de una calificación externa de su solvencia, entre otros.

TABLA 8. Estructura Pasivo de las Sociedades No Financieras en España. Millones de EUR.

Fuente: BDE.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total Pasivo Financiero	2.522.867	3.008.462	3.654.802	4.014.670	3.595.077	3.532.328	3.504.314	3.313.382
Valores Distintos de Acciones	11.797	11.036	14.514	14.814	23.530	24.476	23.085	25.244
VDA / Total Pasivos	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%
Préstamos	791.538	941.135	1.180.124	1.373.217	1.461.654	1.446.888	1.459.743	1.419.660
Préstamos / Total Pasivo	31%	31%	32%	34%	41%	41%	42%	43%

Las razones que han impedido tradicionalmente a las sociedades no cotizadas españolas el acceso al mercado de capitales son de diversa naturaleza, abarcando desde aspectos puramente económicos (financiación bancaria muy competitiva en términos de costes, gran número de entidades de crédito con liquidez suficiente para atender la demanda de financiación, etc.) a limitaciones legales que se tratarán más adelante.

Existen tres principales fuentes de financiación externa disponible para las empresas:

- **Deuda financiera:** Por lo general se instrumenta mediante un préstamo por parte de entidades de crédito o proveedores especialistas en financiación, aparte existe otra fuente de financiación de la deuda: La Corporativa en el mercado de bonos, para empresas más grandes, este tipo de financiación se quiere potenciar en el mercado local con la apertura de un Mercado Alternativo de Renta Fija, para que más empresas de tipo medio, puedan superar los Gap de financiación que se encuentran en sus etapas de evolución.
- **Capital financiero:** El capital es proporcionado a la empresa a cambio de una participación en el negocio por parte de los inversores corporativos, Business Angels, Capital Riesgo / Private Equity o esquemas similares del sector público. Existe una amplia gama de servicios prestados por los mercados públicos, accesibles a través de salidas a bolsa u otras actuaciones sobre acciones por parte de las empresas más grandes, a través de capital privado o mediante las compras apalancadas, management buy-out y buy-in.
- **Capital blando:** Típicamente asociado con la concesión de financiación o subvenciones económicas previstas desde el sector público a través de subvenciones, incentivos fiscales en la inversión en I + D, generalmente disponible a través del Agencias de Desarrollo Regional o Central.

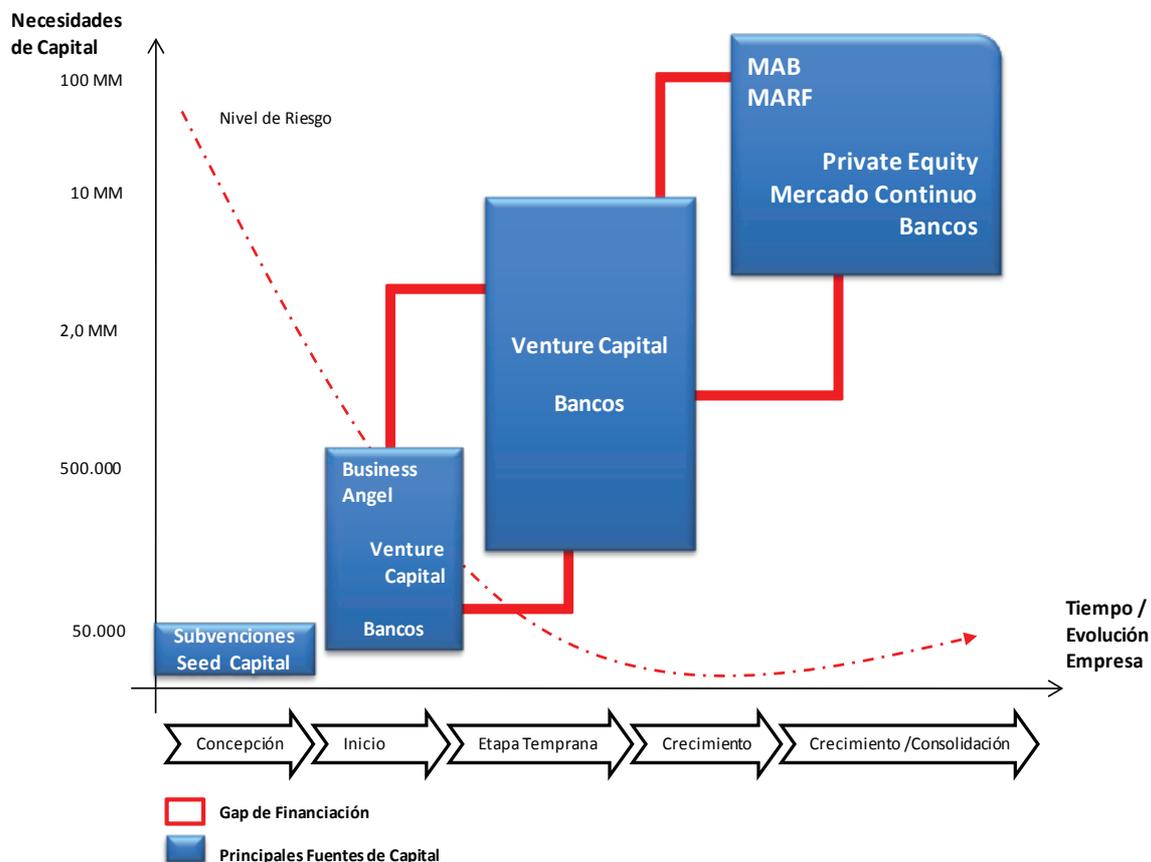
2.5. ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN

Las necesidades de financiación alternativa resultan relevantes en lo que se refiere a la financiación de las primeras etapas de vida de las empresas con potencial de crecimiento y aquellas que intentan consolidar su fase crecimiento, las cuales en muchos casos, revisten un carácter estratégico para la economía por su perfil innovador.

Las fórmulas se especializan en las distintas etapas de evolución de las empresas, como el Capital Riesgo tanto informal (*Business Angels*) como formal y los mercados de valores, entre los que destacan los denominados mercados alternativos, aunque aún insuficientes están tomando una notable relevancia en algunos países del entorno como Francia, Noruega, Alemania y Reino Unido.

GRÁFICO 11. Alternativas de Financiación para las empresas.

Fuente: BIS Economics Paper 16- Jan 2012.



Como se puede observar existen unos GAP de financiación que dificultan la evolución de las empresas, detectados principalmente en su fase de temprana de desarrollo así como en la fase de consolidación del crecimiento. Precisamente estos GAP han generado una demanda creciente de financiación alternativa en los últimos años después que se remarcará la correlación entre el ciclo económico y el grado de restricción del crédito por parte de los bancos al inicio de la crisis en 2008.

En España opera actualmente un mercado alternativo de renta variable MAB y el Capital Riesgo, regulado desde hace varios años.

Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

El Mercado Alternativo Bursátil MAB entró en operación en el año 2009, como un Sistema de Negociación Multilateral operado por las Bolsas (SMN) y promovido por BME y supervisado por la

CNMV. Si bien es cierto que se implanta en una fase muy complicada del ciclo económico, el balance después de tres años es aceptable pero mejorable.

El MAB se ha constituido como una herramienta de financiación para las 22 empresas que cotizan actualmente consiguiendo los siguientes resultados en 3 años:

1. Más de 104M€ en nuevo capital para las 22 compañías MAB.
2. 2012 Finaliza con seis ampliaciones de capital por un importe cercano a los 40 millones de euros, además se produjeron cinco incorporaciones que añadieron otros 8,5 millones.
3. Las empresas MAB presentan un crecimiento saludable en un entorno de crisis. De 2010 a 2011:
 - La facturación ha aumentado un 46,45%.
 - El EBITDA ha aumentado un 26%.
4. También se ha demostrado la capacidad de crear empleo: 26% de 2010 a 2011 es el crecimiento de las plantillas de las cotizadas.
5. Las empresas no sólo han encontrado financiación, sino un apoyo en su crecimiento e internacionalización, a partir de una mayor notoriedad y prestigio, así como una mayor difusión accionarial.
6. A cambio, han tenido que modificar su cultura, para hacerse más transparentes, y asumir unos costes económicos, pero consideran que ha merecido la pena.

Existen algunos incentivos fiscales y económicos, tanto para las empresas que quieran cotizar en el MAB, como para inversores⁽⁹⁾. Para inversores están configuradas principalmente por deducción por inversión en acciones de empresas que cotizan en el MAB. Por su parte las empresas pueden obtener recursos para financiar los gastos asociados a la preparación de las compañías de mediana capitalización en su salida al Mercado Alternativo Bursátil, a través de ENISA⁽¹⁰⁾, o vía subvenciones por parte de algunas Comunidades Autónomas como Galicia y Murcia.

Capital Riesgo

Modelo de inversión representado en España por Asociación de Empresas de Capital Riesgo (ASCRI) creada en 1986 para estimular la promoción y el impulso de la creación de entidades que tomen participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores.

Según el informe de 2012 de la Asociación el capital riesgo en España arrojó los siguientes datos:

⁽⁹⁾ Los incentivos fiscales y económicos se pueden ampliar en <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>

⁽¹⁰⁾ Empresa Nacional de Innovación, S.A. www.enisa.es

- El 94% fueron operaciones de menos de 5 millones de euros en empresas en fase de arranque y crecimiento.
- El volumen de inversión alcanzó 2.525 M€, un 22% menos que en 2011 aunque sin caer al nivel mínimo de 2009 (1.669 M€).
- La captación de nuevos fondos para invertir asciende a 2.172 M€ (un 9% menos respecto a 2011). El 30% fue captado por entidades nacionales, mientras que el 70% restante corresponde a la aplicación de fondos internacionales en sus inversiones. La mayor parte del total de recursos nacionales captados (672M€) se dirigieron a fondos de Venture Capital siendo casi inexistente el fundraising para financiar empresas en expansión y consolidación.
- La desinversión a precio de coste alcanza los 956M€ y se sitúa como la variable que mayor caída experimenta (47% menos respecto a 2011).

El Capital Riesgo aporta además de los recursos financieros, apoyo en la gestión, experiencia y contactos que permiten crecer a las empresas en cualquiera de sus fases de desarrollo o sector, con el propósito de materializar unos beneficios en un mediano o largo plazo.

Tanto en el MAB como en las Actividades de Capital Riesgo se ha percibido un descenso de la actividad respecto a 2011 por factores como la incertidumbre sobre la evolución de la deuda soberana, la escasa visibilidad sobre el medio y corto plazo en los planes de negocio y un entorno macro muy deteriorado que han ralentizado la actividad económica en general, lo que constata una mayor dificultad en atraer la atención hacia este conjunto de empresas.

Sin embargo, estas alternativas se configuran como actores importantes en su papel de proveedor complementario de recursos financieros a la PYME y a los emprendedores. En consecuencia, desde ambos sectores se promueve el apoyo fiscal mediante incentivos a los inversores en este tipo de instrumentos para compartir el riesgo con ellos y, en definitiva, hacer más viable su financiación. Se precisa fomentar en este sentido la creación de fondos o vehículos especializados público-privados para canalizar la inversión hacia este grupo de compañías.

Otras Fuentes de Financiación Pública

Desde la Dirección General de Industria y de la PYME (DGIPYME)⁽¹¹⁾ se ha establecido un plan de impulso a emprendedores y PYME el cual se sustenta sobre los siguientes ejes:

1. Iniciativa emprendedora y apoyo a la creación de empresas.
2. Apoyo a la competitividad.
3. Facilitar el acceso de las PYME a la financiación.

⁽¹¹⁾ Para ampliar información consultar www.ipyme.org

Las principales líneas de financiación y promoción se han canalizado mediante las siguientes instituciones:

Ámbito estatal:

- CDTI: Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial.
- COFIDES: Compañía Española de Financiación del Desarrollo.
- ICEX: Instituto de Comercio Exterior.
- ICO: Instituto de Crédito Oficial.
- RED.ES: Desarrollo de TIC.
- ENISA: Empresa Nacional de Innovación, S.A.
- FTPYME: Programa Fondos de Titulización de Activos.
- CERSA: Compañía Española de Reafianzamiento S.A.

Ámbito Autonómico:

- ICF: Instituto Catalán de Finanzas.
- IDEA: Agencia de Innovación y Desarrollo de Andalucía.
- INVERCARIA, Capital de Riesgo: Andalucía.
- IVF: Instituto Valenciano de Finanzas.
- LUZARO: Créditos Participativos País Vasco Seed Capital Bizkaia.
- SRP: Sociedad Regional de Promoción del Principado de Asturias.
- AVALMADRID: Sociedad Garantía Recíproca.

Ámbito Europeo:

- BEI: Banco Europeo de Inversión.
- FEI: Fondo Europeo de Inversión.

3. PROPUESTA DEL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA

No es tarde para aportar soluciones a problemas como el que afrontan las PYME actualmente en España, y no se puede desestimar propuesta alguna que pretenda mejorar el acceso directo a los recursos financieros por parte de las empresas.

Esta medida enmarcada dentro de los requerimientos del MOU, resulta atractiva para ayudar a cubrir los GAP de financiación que normalmente tienen las empresas en su evolución y más aún en la situación actual de contracción del crédito por parte del actual proveedor principal para la mayoría de las empresas: La Banca.

El pasado mes de septiembre de 2012 el Ministerio de Economía anuncio la creación de un Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), con el objetivo de desarrollar un mecanismo que permita a las empresas *solventes y sanas* acceder a liquidez a corto y medio plazo para que puedan gestionar su fondo de maniobra, atrayendo el capital de inversores institucionales nacionales y extranjeros. Inicialmente la propuesta debería estar en marcha a partir del verano del presente año, pero debido a los tramites legislativos ligados a este tipo de estructuras sujetas a regulación compartida no podrá entrar en vigor hasta el último trimestre de 2013.

A continuación se detallan las principales líneas de esta propuesta así como los retos a los que se enfrentan las empresas que pretendan obtener recursos directos del mercado mediante este mecanismo.

3.1. DESCRIPCIÓN

La propuesta pretende instrumentar a través un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) que constituya una plataforma de negociación de instrumentos financieros de renta fija, que en este caso se articularían tanto a través de pagarés como de bonos. Si bien las necesidades de financiación a corto plazo parecen ser las más relevantes para el sector real en este momento, el mercado podría permitir la negociación también de instrumentos a largo. Esto permitiría al emisor obtener economías de escala si decidiera emitir diferentes instrumentos y al inversor, encontrar el instrumento que más se adecue a sus objetivos de rentabilidad-riesgo.

La propuesta limita el target de empresas al que podría eventualmente estar dirigido este mercado, estando compuesto por empresas principalmente Grandes, sin descartar la incorporación de empresas Medianas, que cuenten en ambos casos con un elevado grado de solvencia y se encuentren saneadas.

Una primera estimación situaría las emisiones en torno a 20 o 25 millones de euros, aunque se podría considerar también viables las emisiones de 10 millones de euros. En todo caso, sería aconsejable

que los vencimientos fueran estandarizados, en tanto que facilita la colocación y negociación de los instrumentos y permite al emisor planificar sus emisiones de manera más eficiente. Finalmente, la emisión mínima y el valor nominal unitario deberán ser concretados de manera que aseguren la consecución de los objetivos del mercado, teniendo en cuenta el tipo de emisor y de inversor al que va dirigido.

Los requisitos de acceso serían más flexibles que los de los mercados secundarios oficiales (transparencia, gobierno corporativo). No obstante, se deberán respetar unos requisitos mínimos para asegurar la confianza de los inversores en el mercado.

3.2. EXPERIENCIA EN OTROS ESTADOS DE LA UE

Desde hace algunos años se viene desarrollando este tipo de mercados alternativos tanto en países de la zona euro, como fuera de ella. A continuación se detallarán algunas de las características principales de estos mercados con el propósito de identificar el recorrido pendiente para el establecimiento de este tipo de mercados en España.

Noruega-Oslo AMB

El mercado alternativo de renta fija en Noruega fue establecido en 2005 como un mercado alternativo para la cotización y negociación de bonos e instrumentos de corto plazo de renta fija. El mercado ofrece una alternativa a la bolsa de valores (Oslo Børs) tanto para los prestatarios nuevos y existentes como para inversores.

Oslo ABM es un mercado autorregulado que no está sujeto a autorización de conformidad con los términos de la Ley de Bolsa de Valores de Noruega, por lo que puede funcionar de manera independiente de las directivas de la UE.

Características

- El proceso de inclusión es un tanto simplificado en relación a la cotización en el mercado bursátil.
- Los emisores tienen una mayor flexibilidad con respecto a la elección de las normas contables, ya que en el mercado tradicional se verían obligados a elaborar sus cuentas consolidadas de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Se requiere de firmas de corretaje independientes a Oslo ABM con el fin de operar en este mercado.

- Sin embargo, las reglas sobre la divulgación de información y las normas de comercio son en gran parte los mismos que para el mercado bursátil.
- Adaptado al mercado noruego, refleja las necesidades particulares de los prestatarios e inversionistas locales.

Operativa

Las reglas de Oslo ABM son fijados por Oslo Bors, previa consulta con los participantes del mercado. Oslo ABM no está sujeta a autorización de conformidad con la Ley de Valores Noruega, ni en términos de las definiciones utilizadas por MiFID (Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros).

Oslo ABM no es un “mercado regulado”. Los requisitos de información y de las reglas de transacción son iguales a las reglas que se aplican para el mercado de valores a fin de que los participantes en el mercado tengan acceso a la información necesaria para establecer el valor justo de mercado de los bonos.

Las operaciones realizadas en Oslo ABM se reportan como operaciones en un mercado separado, pero se llevan a cabo utilizando el mismo sistema de negociación (TradElect) de la misma manera que se realiza para operaciones en el mercado Oslo Bors (Incluye Mercado de Renta Fija Local).

Oslo ABM se divide en dos sub-mercados con el fin de diferenciar entre los bonos que se incorporan para ser negociados por el público en general (Oslo ABM Retail) y bonos negociados por los inversores profesionales (Oslo ABM Professional).

TABLA 9. SubMercados Oslo ABM.

Fuente: Oslo ABM.

Sub Mercados Oslo ABM	
Oslo ABM Retail	Menos de 500.000 NOK (<68.000 EUR)
Oslo ABM Professional	Superiores a 500.000 NOK (>68.000 EUR)

Costes

Las comisiones por parte de Oslo ABM tienen la siguiente estructura⁽¹²⁾:

- a. Listing Fee: Función del Capital en circulación (Max anual 420.000 NOK).
- b. Registration Fee: Función del tipo de instrumento.
- c. Inspection Fee: Función del tipo de documentación.

⁽¹²⁾ Para ampliación de información acerca de las comisiones de operación en Oslo ABM consultar http://www.osloabm.no/abm_eng/Oslo-ABM/Trade/Fees

Datos

GRÁFICO 12. Valor nominal por año de vencimiento. Oslo ABM.

Fuente: Oslo ABM.

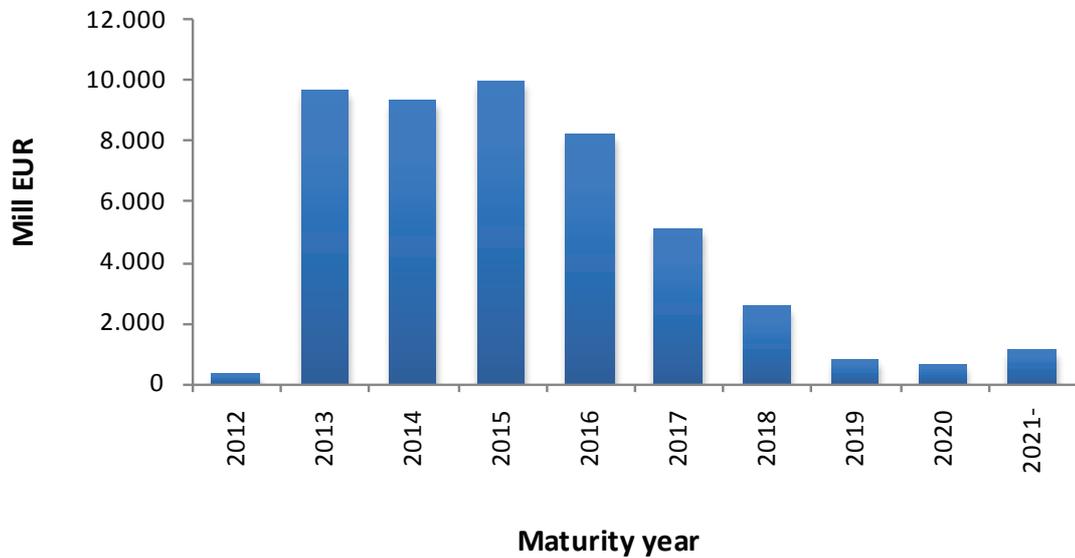
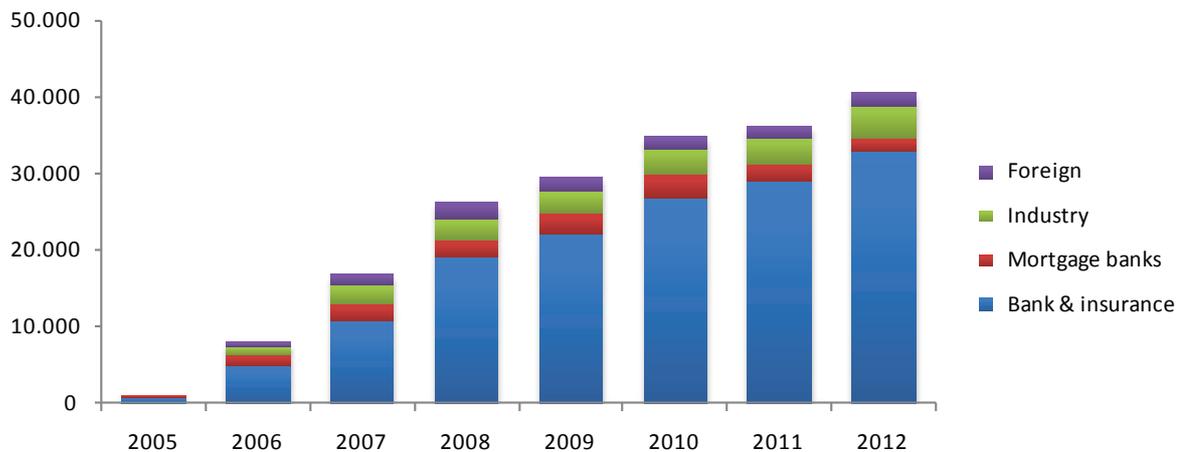


GRÁFICO 13. Valor Nominal de emisiones por año (Mill EUR).

Fuente: Oslo ABM.

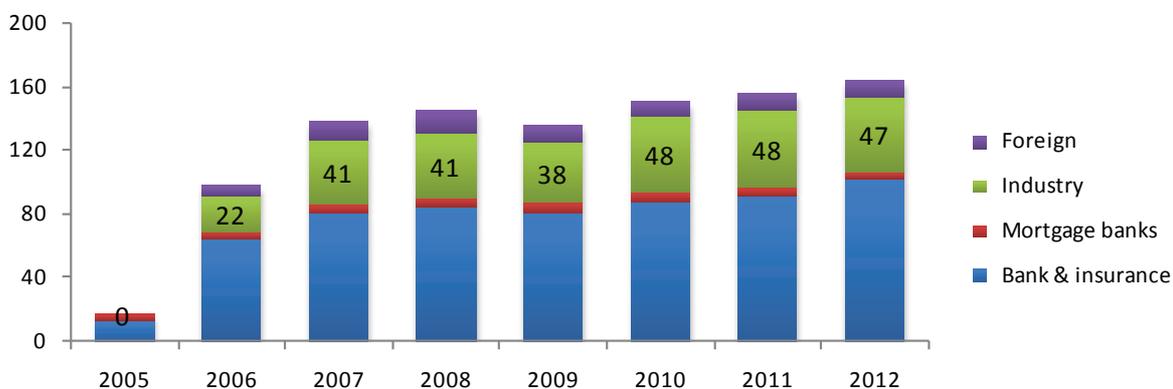


Valores Nominales Mill EUR

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bank & insurance	908	4.928	10.919	19.105	22.161	26.902	28.974	32.876
Mortgage banks	198	1.396	2.104	2.143	2.825	3.052	2.292	1.757
Industry	0	1.081	2.624	2.833	2.656	3.430	3.332	4.223
Foreign	0	629	1.385	2.200	1.890	1.463	1.773	1.764

GRÁFICO 14. Número de emisores al final de cada año.

Fuente: Oslo ABM.



Número de Emisiones al Final del año

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bank & insurance	14	64	81	85	81	88	92	102
Mortgage banks	3	5	5	5	6	6	5	5
Industry	0	22	41	41	38	48	48	47
Foreign	0	7	12	14	11	9	11	11

Francia-Alternext

Alternext, es uno de los más recientes en incorporar el segmento alternativo de renta fija para PYME. NYSE Euronext (Amsterdam, Bruselas, Lisboa y París) ya había puesto en marcha iniciativas para promover la obtención de recursos para la pequeña y mediana empresa, promoviendo activamente el acceso al mercado de capitales para las PYME desde 2005, cuando se puso en marcha Alternext, un segmento de mercado dedicado a las entidades de pequeña y mediana empresa. Inicialmente, Alternext se centró principalmente en ayudar a las PYME en la obtención de capital, recientemente comenzó a buscar más pro-activamente las oportunidades para las acercar directamente los mercados de capitales a las PYME

Analizando las necesidades de las empresas Alternext creó en enero de 2012 el segmento de renta fija para PYME. Con esta oferta de bonos se amplía las fuentes de financiación de las empresas en cuestión, al tiempo que reduce su dependencia del crédito bancario. Esta iniciativa parte del endurecimiento y encarecimiento del crédito bancario debido al impacto de las medidas cautelares que acusan al mercado francés (Acuerdos de Basilea III y la Directiva Solvencia II).

Características

- En Alternext al igual que Oslo y Stuttgart los bonos no son admitidos en una bolsa de valores regulada por la UE y por lo tanto los estrictos requisitos de transparencia y reglamentos de pro-

tección del inversor que han sido normalizados por los mercados organizados en toda Europa no se aplican.

- A Diferencia del Mercado Alemán, el emisor no requiere de rating para su cotización, pero sí requiere, al igual que las bolsas alemanas, un sponsor registrado y aprobado por NYSE Euronext, que apoye al emisor durante el proceso de admisión y de la duración de cotización.
- La información financiera histórica debe ser divulgada periódicamente por el emisor.
- La cantidad mínima de la primera admisión a negociación es de 200.000 EUR.
- NYSE Euronext hace uso de los servicios de los proveedores de liquidez que actúan como creadores de mercado y fuera de ello protegen a los inversores contra las variaciones de volatilidad en el mercado garantizando las transacciones en todo momento, al mejor precio.

Datos

El pasado 29 Noviembre 2012 - NYSE Euronext (NYX) anunció la emisión de 11.7 Mill EUR. en bonos por el promotor inmobiliario francés CAPELLI en NYSE Alternext.

La colocación se llevó de la misma forma que una oferta pública inicial de acciones, con la admisión a negociación en virtud de una oferta global que incluye una oferta pública en Francia, abierta a los inversores individuales e institucionales centralizado por NYSE Euronext, suscribiendo los inversores minoristas 4,1Mill EUR. de la emisión.

Los tenedores de bonos del emisor, a un valor nominal de 100 EUR, ganarán 7% de interés fijo al año durante cinco años, devengándose semestralmente. Las estabilidad financiera del emisor y su solvencia le otorgaron un rating de BBB de Scope Credit Rating en noviembre de 2012.

Alemania-Boerse Stuttgart

En Alemania, las bolsas de valores de Düsseldorf, Frankfurt, Hamburgo / Hannover, Munich y Stuttgart han abierto un nuevo segmento alternativo de negociación para renta fija emitida por PYME, ofreciendo la oportunidad de acceder más fácilmente a los mercados de capital, con un relativo éxito. El mercado alemán de bonos emitidos por PYME en poco más de dos años de funcionamiento ha alcanzado 56 emisiones en cuatro bolsas, siendo la más activa el segmento BondM de Stuttgart.

Características

BondM es un segmento corporativo especial de negociación de bonos para las pequeñas y medianas empresas en la Bolsa de Stuttgart, con las siguientes características:

- Mercado no oficial regulado, que es supervisado por las leyes públicas locales.
- En este segmento los emisores de bonos están comprometidos con la transparencia.

- Así como a las medidas de publicidad e información para los inversores, que exceden las normas actuales de un mercado no oficial regulado.
- Los emisores deben cumplir unos requisitos mínimos en cuanto a su idoneidad dentro del mercado de capitales.
- Las emisiones deben estar apoyadas y supervisada por un experto en mercado de capitales, llamado BondM Coach, el cual apoya el emisor no sólo en el proceso de emisión, sino también en toda la trayectoria de bonos en relación con el cumplimiento de las obligaciones durante la vida del instrumento.
- BondM ofrece a las empresas, en particular de la industria o de los sectores relacionados con la industria, la oportunidad de desarrollar una manera alternativa de financiamiento de deuda en el mercado de capitales, así como para figurar en un segmento de negociación específico.
- Requerimiento de Rating al emisor.

Operativa

El mercado de renta fija operativa en Alemania, en sus dos años de creación ha permitido captar cerca de 3.0 MM EUR. con 56 emisiones a finales de 2012. En el segmento BondM de Stuttgart actualmente se encuentran cotizando bonos de 21 compañías de distintos sectores (Real estate, aerolíneas, tecnológicas, industrias y maquinaria).

La operativa del sistema de trading electrónico es la base de la negociación de los bonos. En este sistema, las órdenes son captadas, mientras se determina el precio de mercado de los valores determinados y, en caso de órdenes existentes estas se ejecutan.

El sistema es operado por Boerse AG Stuttgart. Cuenta con un departamento de vigilancia del mercado que asegura la funcionalidad y previene los cortocircuitos para que no existan problemas técnicos.

Valores Negociados

Finalizado el periodo de suscripción (máximo de cuatro semanas) el bono se incluirá en el segmento BondM. Posteriormente el mercado secundario de AG EUWAX apoyará la emisión bajo la figura de QLP (Quality-Liquidity-Provider), que permite la continuidad en los precios de cotización.

Colocación y liquidación de las órdenes

Las órdenes que se ejecutan en la Bolsa de Stuttgart se puede colocar en todas las instituciones de crédito, bancos online, discount brokers y otros proveedores de servicios financieros que están asociados al sistema de trading XONTRO, que es utilizado por todas las bolsas alemanas. Las órdenes están estandarizadas en denominaciones de 1.000 EUR.

Quality-Liquidity-Provider (QLP)-Funciones y tareas relativas a la contratación electrónica

- Creación de las cotizaciones.
- El QLP verifica precios de oferta y demanda mediante el análisis del libro de órdenes.

- El QLP proporciona liquidez adicional con el fin de mejorar la velocidad de ejecución y para evitar ejecuciones parciales.

Rating

Con la excepción de la bolsa de valores en Hamburgo/Hannover, se requiere al emisor tener una calificación por parte de una agencia de rating (Fitch, Moody's, S&P, Creditreform, Euler Hermes o PSR Rating), a menos que la compañía ya está cotizada en un mercado de valores regulado. La bolsa de valores de Düsseldorf incluso va un paso más allá y requiere una calificación mínima BB para su admisión a cotización.

3.3. ESTRUCTURA NECESARIA DE MERCADO

Actualmente el mercado Español, como se ha mencionado anteriormente ya cuenta con mercados alternativos como el de renta variable y el capital riesgo, con lo cual existe un camino recorrido en cuanto a regulación y aceptación por parte de emisores e inversores de estos mecanismos.

La renta fija, instrumentada en pagaré, bonos y obligaciones entre otros, ha sido explotada principalmente por las entidades financieras y en una menor medida por parte de las sociedades no financieras. Por la tanto es una oportunidad importante para las empresas, para que desde sus inicios interpreten la existencia de mecanismos alternativos para la obtención de recursos directos del mercado, donde se debe tener una estructura financiera y de balance adecuada para poder acceder a dichos recursos. Si bien es cierto que este tipo de financiación requiere de mayor aplicación por parte de las empresas, existe una potencial estructura a nivel local que permite orientar a las empresas a explorar estas alternativas.

3.3.1. Emisores

Las empresas que pretendan explotar el MARF, necesariamente serán empresas solventes y sanas, principalmente grandes empresas o en su caso empresas medianas que acrediten los requisitos mencionados. Se estima que las empresas cumplan al menos con las siguientes condiciones:

TABLA 10. Características potenciales de empresas MARF.

Fuente: Estudios Axesor.

Ebitda	12-400 M€
Rating Estimado	Superior o Igual a BB
Tipología de empresa	Grande-Mediana
Estructura	Matriz no Extranjera o no Cotizada en IBEX
Deuda / Ebitda	Menor que 4 optimo 3 (Después de emisión)
Var. Facturación 11-12	Superior a un 5%

A parte de los requisitos anteriores, se entiende que en principio y dada la situación actual las empresas que accedan a este mercado tengan una visión de internacional, una gestión eficaz, y con partidas presupuestarias históricas y futuras destinadas a I+D que permitan asegurar los mecanismos necesarios para estar en las primeras posiciones dentro de su sector. A su vez estas empresas dinamizarán el resto de empresas de su entorno y se presentará una segunda generación de empresas que acudan a este tipo de mercados. El camino por recorrer es muy diverso para cada empresa, debido a las secuelas que pueda dejar este intenso periodo de pérdida de mercado, margen, volumen de negocio y socios financieros recorrido desde los inicios de la crisis.

Por lo anterior será necesario en las empresas medianas y en la medida de lo posible se inicie una gestión de balance y de deuda destinada ya no solamente a cubrir las expectativas de la banca en cuanto a obtención de recursos, sino que se establezcan criterios de gestión encaminados a preparar a estas empresas para que puedan en un mediano plazo financiarse directamente del mercado apoyados en esta iniciativa.

Las razones para gestionar el cambio en las PYME que deseen acceder directamente al mercado de capitales, se convierten en sus principales retos que podemos mencionar entre otros:

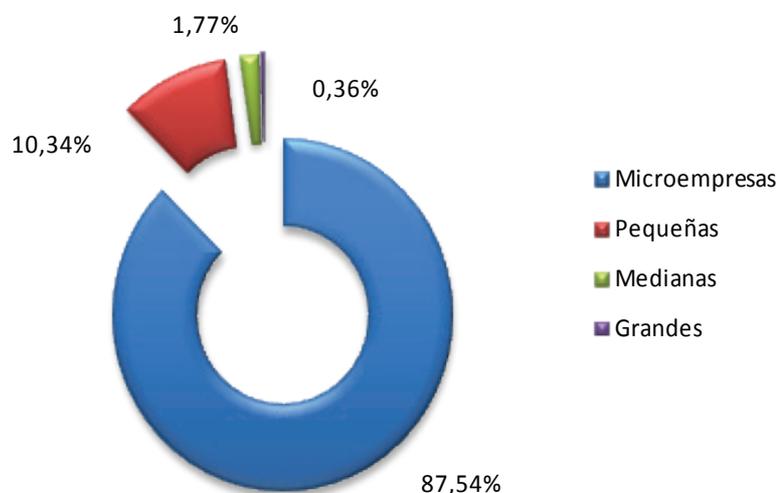
1. *El Tamaño.* Limitaría la capacidad de emisión y su plazo.
2. *Nombre y Reconocimiento.* Las PYME suelen tener un historial financiero limitado o poco conocido para el mercado.
3. *Volatilidad.* Las PYME generalmente cuentan con una alta volatilidad en sus ingresos y beneficios.
4. *Cupón.* Las PYME necesitan de una buena calificación externa (Rating) que apoye positivamente el tipo de cupón a pagar.
5. *Costes de Emisión.* Los costes asociados a la emisión de bonos son elevados actualmente y se será necesario que las PYME cuenten con la capacidad de asumir los gastos para financiar las emisiones. Costes que en U.K. equivalen aproximadamente al 10% de la emisión.
6. Las PYME tendrían un dividendo limitado / cobertura del cupón de las emisiones.
7. *Estructura de Asesores.* Las PYME demandarán una estructura de asesores cualificados: asesores de emisión, patrocinadores, aseguradores, agencias de calificación y los creadores de mercado.

La implantación de esta medida, seguramente no cubra todas las necesidades del target de empresas en cuanto a obtención de recursos financieros, pero sienta las bases para que los directivos encaminen sus políticas de gestión hacia una posible salida al mercado de capitales bien sea mediante el MAB, Capital Riesgo o el MARE.

A 31 de diciembre de 2012 se encontraban registradas en las bases de datos de la Seguridad Social 24.883 empresas medianas y grandes.

GRÁFICO 15. Distribución de empresas por tamaño (Diciembre 2012).

Fuente: Seguridad Social.



La transparencia y la asimetría de la información entre emisores e inversores, será uno de los principales retos en este nuevo mercado. Estos retos seguramente tendrán que ser mitigados mediante medidas concretas sobre divulgación de información impuestas por el regulador local, ceñidas a MiFID II⁽¹³⁾. Respecto a la asimetría de información está podrá ser mitigada mediante la obtención de Rating por parte de una CRA (Credit Rating Agency) avalada por ESMA (European Securities and Markets Authority).

Las ventajas de este tipo de financiación son amplias y los emisores podrán complementar sus fuentes de financiación a unos costes que irán en función de la solvencia que demuestre la empresa al mercado. Enumeramos las más relevantes:

- Diversifica las fuentes de financiación
- Aumenta su visibilidad y presencia en su sector.
- Se comunicaría su con un público más amplio diversificando las posibilidades de su estrategia de captación de recursos y movilizaría el ahorro inversores institucionales e individuales.
- Utiliza un mecanismo de financiación no diluvito.
- Opera bajo una estructura de cotización rápida y fácil.
- Emitiendo una documentación menos extensa y costosa respecto al resto de mercados.

Finalmente estas ventajas repercuten en el mercado como un aporte importante para volver a conectar el ahorro y la inversión.

⁽¹³⁾ Para ampliar información consultar "Nuevas directivas sobre los mercados de instrumentos financieros y sus implicaciones MiFID II". Trabajo publicado en el Anuario de Inversis 2012. Departamento de Investigación IEB.

TABLA I I. Diferencia entre una emisión de bonos y un crédito bancario.

Fuente: NYSE Euronext.

	Estructura de Reembolsa	Flexibilidad del Instrumento	Plazo	Transparencia y Visibilidad
Crédito Bancario	Periodica	Covenant Bancarios	Menor Plazo < 5 años	Sin Notoriedad en Mercado
Bonos	Generalmente al final	Sin Covenant	Mayor Plazo 5-10 años	Oferta al Público Notoriedad en Mercado

3.3.2. Avales y garantías

Al ser un mercado reciente, será necesario que cuente con un apoyo institucional que permita poner en marcha la confianza sobre este nuevo segmento de mercado.

En este aspecto la tarea es compartida, los emisores tendrán que garantizar la solvencia de sus empresas y la rentabilidad de sus emisiones, la infraestructura del MARF tendrá que garantizar la liquidez y la correcta operativa del mercado, y el Gobierno debería aportar un mecanismo de aval o de apoyo a iniciativas que acerquen a los inversores a este mercado.

Respecto a las garantías que debe aportar la Estructura de Mercado propuesta, en este caso un Sistema Multilaterales de Negociación (SMN), estará sujeto a regulación estandarizada bajo la Directiva MiFID II, donde se propone regular todos los centros de negociación. Para el caso que afecta al MARF específicamente MiFID II introduce la subcategoría de mercados denominada “Mercados de PYME en expansión”.

La introducción de esta subcategoría potenciará su visibilidad y su perfil, facilitando el acceso a la financiación mediante el desarrollo de mercados especializados, contribuyendo además al desarrollo de unas normas paneuropeas que los regulen, hechas a medida de las necesidades de los emisores e inversores de este mercado, sin dejar de mantener los niveles de protección al inversor adecuados.

Por otra parte MiFID II garantizará la transparencia en información respecto a los precios, operaciones, órdenes mediante la regularización de los servicios de suministros de datos, que se constituyen como factores cruciales a la hora de sustentar los 3 grandes principios de la MiFID II:

- I. Transparencia.
- II. Competencia.
- III. Protección al Consumidor.

Al existir nuevas plataformas como el MARF, es necesario garantizar una estructura de consolidación de información de mercado para que las asimetrías de información sean menores y se genere la confianza necesaria para el despegue de este nuevo mercado.

3.3.3. Inversores

El mercado Alternativo de Renta Fija, en principio estará dirigido principalmente a Inversores Institucionales nacionales e internacionales. Lo anterior supone que la creación del MARF estará sujeta a las nuevas Directivas que plantea MiFID II, sobre protección al Inversor.

Al ser instrumentos de deuda ampliamente conocidos y sin una dilatada complejidad los que se negociaran en el MARF (principalmente pagaré y bonos a medio plazo), las autoridades locales contarán con la capacidad de supervisar continuamente a los emisores para que se cumpla la información divulgada en los prospectos de emisión, será necesario que cuenten con la capacidad de prohibir o limitar la comercialización de cualquier título de deuda o instrumento financiero que no responda a las necesidades de un mercado destinatario definido en el contexto de la categoría de clientes que se trate.

Cabe destacar que, si bien respecto a los fondos de inversión armonizados (UCITS), en general no existen limitaciones a la inversión en instrumentos emitidos en un mercado con las características descritas, para algunos de los inversores institucionales, la normativa sectorial de la Unión Europea impone algunas restricciones a la inversión en este tipo de instrumentos, como para los fondos monetarios, en los que se exige una calificación crediticia elevada de los instrumentos en los que se invierte. Tampoco existen limitaciones para las entidades de capital riesgo, ni para los fondos de pensiones y las aseguradoras.

La percepción es que se precisa dar un impulso decidido que favorezca la inversión desde el principio en el mercado, para lo que pueden articularse incentivos fiscales que, al menos, equiparen el tratamiento de la inversión en este mercado al que recibe la inversión en mercados secundarios oficiales. Estos incentivos podrían establecerse tanto para la inversión directa en este mercado, como para la inversión a través de un vehículo de inversión, que invirtiera al menos un porcentaje predeterminado en este tipo de valores.

Sin embargo los incentivos fiscales han sido la primera piedra en el camino para el MARF, puesto que desde el Ministerio de Hacienda duda que se puedan equiparar el tratamiento de la inversión en el nuevo mercado al que recibe la inversión en mercados secundarios oficiales. Por otra parte tampoco está de acuerdo con la propuesta buscar mecanismos que avalen las emisiones por parte del estado ya que contribuiría al aumento del déficit fiscal, vigilado de cerca por el BCE.

Por otra parte sería importante promover al inversor retail. De igual forma que lo ha venido haciendo el Tesoro Público, el MARF deberá centrar su atención en el ahorro de las familias, aunque en

este sentido al igual que la trayectoria que deben recorrer las empresas, los inversores retail, también deben entender que existen otros mecanismos de inversión de los cuales se puede obtener una buena rentabilidad media, siempre que existan los mecanismos que aseguren el acceso a este tipo de inversores. La reciente medida adoptada por parte del Banco de España de limitar la rentabilidad de los depósitos mediante la implantación de un techo (hasta 1,75% a 12 meses) puede contribuir a que este tipo de inversores retail aumenten su interés por la emisión de instrumentos de renta fija, que actualmente solo suponen en 3.2% de la inversión de las familias en España.

GRÁFICO 16. Distribución de la inversión de las familias en Europa y España.

Fuente: Expansión.

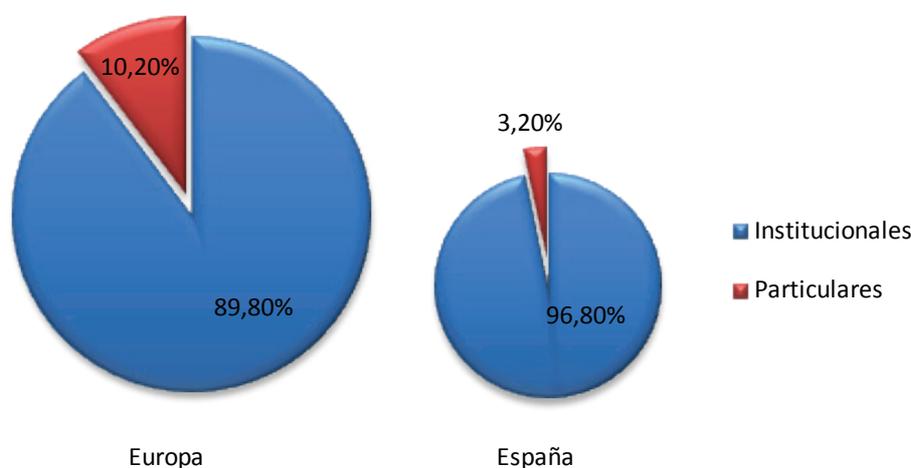
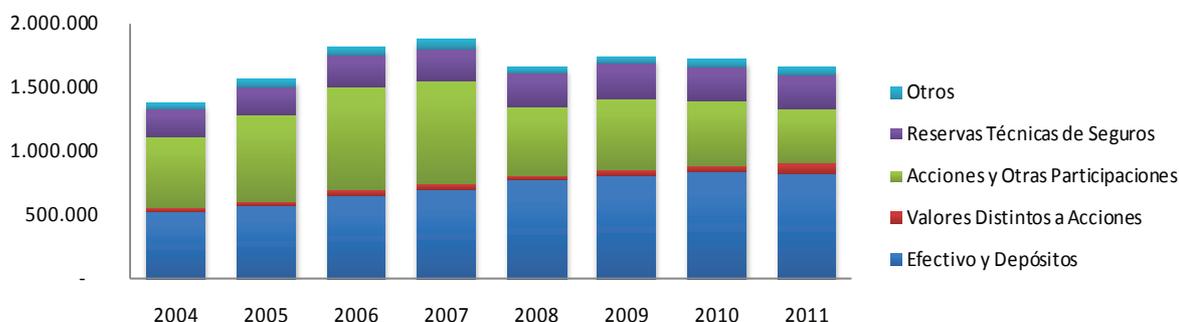


GRÁFICO 17. Distribución de Activos Financieros de las familias en España.

Fuente: Banco de España.



Dentro del Plan de Estrategia de financiación del Tesoro Público para 2013, resalta la iniciativa para 2013 de incluir la Deuda del Estado entre los activos negociados en la plataforma SEND de AIAF-BME, que mejorará el acceso de los inversores minoristas al mercado secundario de la deuda pública.

Una propuesta privada se ha adelantado a esta iniciativa del gobierno con el propósito de acercar a los inversores retail al mercado de renta fija. La Sociedad de Valores Auriga ha puesto en marcha lo que sería la primera plataforma online para la intermediación de la compra y venta de deuda pública y privada en tiempo real. Esta herramienta permite al inversor la opción de adquirir tanto deuda pública como privada, pero también permite venderla en el mercado secundario, en vez de tener que esperar a su vencimiento.

La herramienta online acerca al inversor particular a una oferta compuesta por cerca de 2.000 emisiones diferentes de renta fija, de unos doscientos emisores privados y de treinta estados, con plazos que oscilan entre los tres meses y los cuarenta años, ofreciendo además diversidad geográfica y sectorial.

Iniciativas de este tipo aportan favorablemente en la consolidación de una estructura óptima para el desarrollo del Mercado Alternativo de Renta Fija propuesto, ofreciendo a los emisores herramientas que permiten generar liquidez en los mercados secundarios. Por otra parte ayudan al inversor particular a familiarizarse con los productos de renta fija como alternativa dentro de su cartera de inversión.

Dentro de las últimas incorporaciones de apoyo a la propuesta para asegurar que haya inversores interesados en las primeras emisiones el gobierno está diseñando una Sublínea ICO Pagarés y Bonos de Empresas (1.000 millones de euros en 2013, e ir alcanzando un total de 3.000 millones de euros en tres años) dentro de la línea “ICO Empresas y Emprendedores 2013” para financiar la adquisición por parte de las entidades financieras de bonos o pagarés emitidos por empresas españolas y desarrollar el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

3.3.4. Evaluaciones de Solvencia

Dentro de los principales retos a los que se enfrentan las empresas que pretendan obtener recursos directamente de los mercados a través de instrumentos de renta fija, se encuentra la evaluación de solvencia y capacidad de repago de la deuda en primera instancia de forma interna, para posteriormente solicitar la evaluación externa.

Como se puede apreciar en los mercados alternativos que ya están operativos, se requiere de una evaluación de solvencia por parte de una Agencia de Calificación autorizada por ESMA. A parte de las Big-three del sector (Fitch-S&P-Moody's) que ya están autorizadas por ESMA para operar y emitir calificaciones en los distintos países de la UE, están tomando un gran protagonismo las Agencias de Rating locales, como es el caso de Alemania y Francia.

Desde el año 2009 cuando estuvieron definidas las condiciones bajo el Reglamento (CE) 1060/2009, donde se apoya la participación y entrada a nuevos competidores en el mercado CRA y en 2010

con la creación de ESMA y la presentación posterior del Reglamento (CE) 513/2011- Modificación del Reglamento (CE) 1060/2009, en el cual ESMA era designado como el único responsable del registro y de la supervisión de las CRA en la Unión Europea, las Agencias de Calificación de Riesgo locales, que han conseguido la certificación de ESMA, cuentan con el mismo reconocimiento legal y estatus en UE que las Big-Three.

La importancia de estas CRA locales, se centra especialmente en la capacidad de adaptar sus evaluaciones al mercado local, tal como se manifiesta desde Alternext en Francia, este es un mercado enfocado en las necesidades locales de las empresas. La experiencia que recogen estas CRA locales les permite estar en contacto con los sectores internos de cada economía, debido a que la mayoría de estas empresas provienen del sector de la información comercial, cuentan con una potente estructura de datos que les permite realizar cualquier tipo de estudios analíticos con el propósito de adecuar sus modelos de valoración al mercado local.

Por otra parte la incorporación de analistas expertos a los criterios de evaluación, permiten conocer las particularidades de cada empresa, lo cual dará un mayor soporte a la valoración emitida.

En este sentido España ya cuenta con una CRA local reconocida por ESMA, la primera en conseguirlo, Axesor viene trabajando desde hace unos cuatro años para lograr este reconocimiento, el cual obtuvo en octubre de 2012⁽¹⁴⁾.

Axesor, reconociendo la necesidad que tienen las empresas de contar con una calificación que les permita acceder a diferentes tipos de mercado y máxime en la situación de contracción del crédito a nivel local, quiso estar preparada para poder apoyar a las empresas en la valoración de la solvencia. De esta forma y en la medida que las empresas pretendan ser más visibles en el mercado, tendrán que acercarse a los instrumentos que les permiten lograr de forma más eficiente sus objetivos.

Para acceder al MARF se estima necesario contar con un rating que avale la calidad crediticia de los instrumentos de deuda emitidos. Las agencias de calificación europeas y Axesor por su estructura de costes, son las mejor equipadas para cubrir dicha necesidad de mercado.

Actualmente Axesor cuenta con una posición inicial en el “middle market”, habiendo ya calificado 75 empresas del Mercado Continuo, empresas (ex-IBEX35), lo que confirma su capacidad técnica y reconocimiento local.

Por su parte Axesor como primera CRA local, tendrá un papel importante entre las empresas, donde el negocio de ratings en España se encuentra muy poco desarrollado y las compañías con acceso a ratings son grandes corporaciones, principalmente porque en los últimos años no existían

⁽¹⁴⁾ Consultar en <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>

las necesidades de financiación actuales, con lo cual este mercado estaba dirigido a las grandes emisiones y corporaciones e instituciones nacionales, el resto era cubierto por la banca y los instrumentos de deuda y capital habituales, Otro factor muy importante sobre la baja penetración de los rating han sido los costes.

Precisamente una de los pilares de la normativa CRA es la promoción de la competencia, actualmente en Europa existen registradas 21 CRA bajo regulación de ESMA, lo que ha ampliado la oferta en países como Alemania, Francia, Italia, Grecia, Portugal y España entre otros. Se espera que la estructura de costes se adapte a las necesidades locales, lo que permitirá a un mayor número de empresas acercarse a estos instrumentos de valoración de solvencia, fundamentales para atraer la confianza de los inversores y ganar visibilidad en el mercado de capitales.

Ventajas de una Calificación por parte de una CRA

1. Amplia la capacidad para acceder a fuentes de financiación privadas, que gozan de mayor estabilidad en épocas de estrés económico.
2. Mejora la transparencia entre empresas regenerando confianza entre los distintos actores, lo que ayuda a restaurar el flujo del crédito.
3. Posibilita la expansión de las empresas en el extranjero mediante la utilización de ratings reconocidos en el ámbito europeo.
4. Mejora la transparencia ante sus clientes, proveedores, accionistas y otros “stakeholders” tanto nacionales como extranjeros, ayudando a restaurar los flujos de crédito.
5. Mejora las condiciones de financiación al tener validez regulatoria para los proveedores de financiación (banca, fondos, etc.)
6. Mejora el posicionamiento estratégico de la empresa al contar con una opinión de crédito externa e independiente

3.4. RETOS DE MERCADO

Los retos de mercado a los que se enfrenta la propuesta MARF esencialmente son la liquidez, la solvencia y la rentabilidad.

3.4.1. Liquidez

La liquidez como se mencionó anteriormente debe de estar garantizada por parte de la estructura del MARF y por mecanismos que permitan que los emisores cuenten con las garantías necesarias para colocar sus emisiones.

Viendo la experiencia de otros mercados de este tipo que operan actualmente, observamos como en el caso Alemán existe la figura del Quality Liquidity Provider (QLP).

En muchas situaciones de negociación (trading) inversores y emisores necesitan un contacto con su Trading Venue (Mercado Regulado). Esto resalta que el asesoramiento de expertos es una característica clave del modelo de mercado de la Bolsa de Stuttgart. El QLP asume esta función en las transacciones electrónicas en la Bolsa de Stuttgart, en el modelo de mercado, Stuttgart tiene un QLP para cada segmento comercial, asegurando una serie de ventajas de trading sobre toda clase de activos. Euwax AG (QLP) asume esta función en las operaciones con derivados, bonos, acciones alemanas y unidades de fondos de inversión. Baader Bank AG (QLP) se encarga de todas las clases de activos de renta variable internacional.

El QLP proporciona liquidez y comprueba todas las cotizaciones y su plausibilidad. En las situaciones difíciles del mercado o en caso de títulos con volúmenes de negociación muy bajos es particularmente importante la intervención del QLP para apoyar los intereses del cliente. Esto evita la ejecución parcial de las órdenes y salvaguarda el principio del mejor precio, garantizando que una orden en la bolsa de valores de Stuttgart se ejecuta por lo menos al mismo o un mejor precio que en el mercado de referencia. Por otra parte, los inversores de la Boerse Stuttgart son capaces de obtener precios que se encuentran dentro del rango del Market Maker o dentro de las cotizaciones del mercado de referencia, al concentrar la liquidez existente. Así, los inversores pueden obtener mejores precios en las bolsas.

La visión dirigida al inversor mediante sus servicios de trading multiacceso está animando a más inversores a colocar sus órdenes en la bolsa de valores de Stuttgart, reforzando a su vez la reputación del Trading Venue como innovador al ofrecer a los clientes exactamente los servicios que necesitan.

Por su parte en Alternext/NYSE Euronext hace uso de los servicios de Proveedores de Liquidez que actúan como creadores de mercado y protegen a los inversores contra las variaciones de volatilidad en el mercado y garantizan las transacciones en todo momento, al mejor precio. Los Proveedores de liquidez se centran principalmente en las empresas de pequeñas y mediana capitalización, debido que las grandes corporaciones generan mayor liquidez sin la ayuda de dicha contraparte.

3.4.2. Rentabilidad

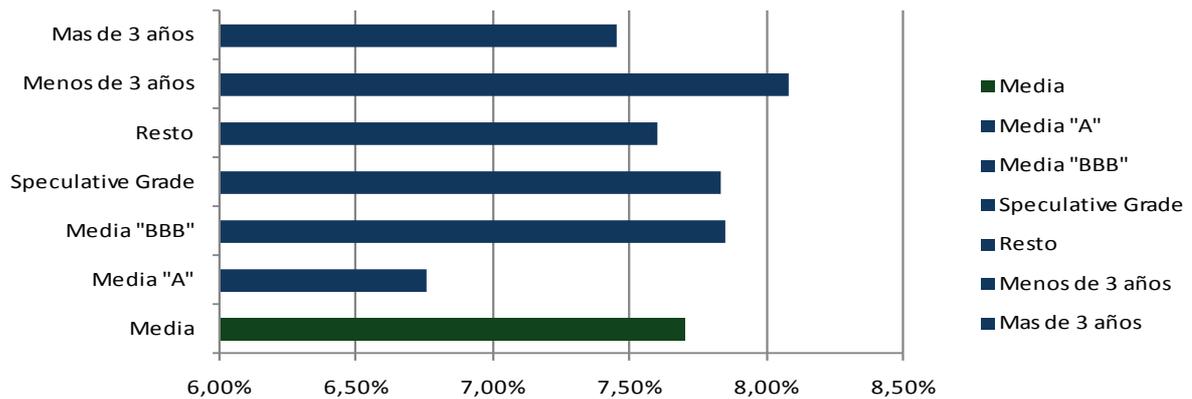
La rentabilidad que ofrezcan las empresas a sus inversores es uno de los pilares fundamentales de la nueva estructura que se pretende impulsar, junto con la liquidez del mercado y la capacidad por parte de las empresas de mantener unos niveles de solvencia adecuados.

Si analizamos las rentabilidades medias de los mercados que ya están en funcionamiento encontramos que se mantienen los patrones de coste de los mercados de renta fija tradicionales, respecto al vencimiento y a la solvencia del emisor.

Para el caso de Alemania, donde cotizan 25 referencias se observa a la fecha del presente documento una media de coste de financiación de 7,70%, mientras que una de las empresas que posee Rating A se financia al 6,75%.

GRÁFICO 18. Rentabilidad por Rating y Vencimiento.

Fuente: Borse Stuttgart BondM.

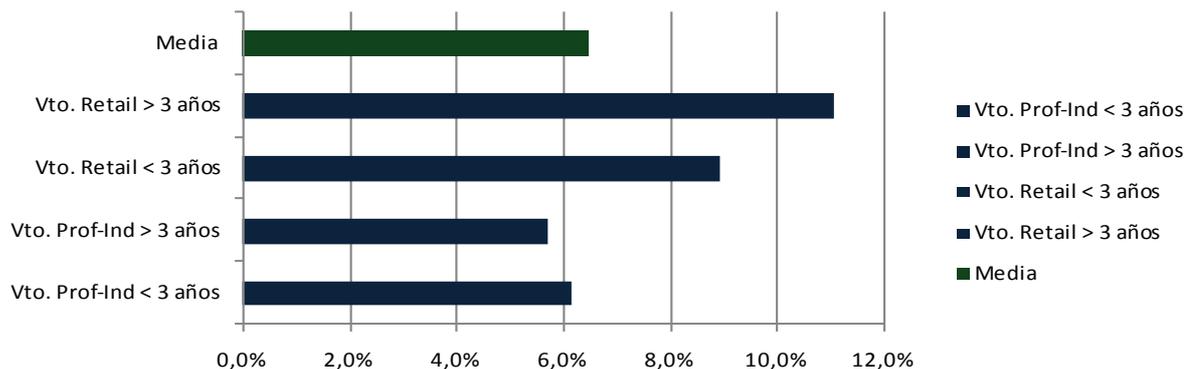


En Noruega, el coste de la financiación para las empresas es considerablemente menor, para vencimientos mayores a 3 años encontramos una media de 5,7%, y para menos de 3 años una media de 6,2% inferior al 8,08% en Alemania para el mismo plazo. Estos datos se refieren a las 60 referencias (Emisores Industriales) actuales que cotizan en Oslo AMB Bors.

Los mayores costes se presentan en las emisiones Retail, con un coste de financiación media entre el 8,9% para vencimientos menores a 3 años, 11,10% de media en vencimientos mayores a 3 años. En este mercado cotizan solo 11 bonos.

GRÁFICO 19. Rentabilidad por Vencimiento y Tipo de Bono.

Fuente: Oslo ABM Bors.



Como se puede observar los intereses ofertados por los emisores, están en unos niveles similares a los que se encuentra la financiación bancaria en España, si tomamos como referencia los tipos ICO, observamos que para una inversión en Activo Fijo a un plazo de 10 años tiene un coste máximo de 6,92% TIN, con lo cual se observa que si las empresas son capaces de optimizar y adecuar su estructura de deuda e incrementar la solvencia durante su evolución natural, tienen la oportunidad de financiarse incluso por debajo de los precios de mercado actuales, con las ventajas que ofrece la emisión instrumentos de renta fija, entre ellos:

1. No es un instrumento diluvido del capital.
2. Aporta visibilidad a la empresa dentro del mercado.
3. Evita *covenants* y colaterales típicos del crédito bancario.

Por su parte las empresas deben de aportar una gestión y una visión de negocio a mediano y largo plazo que les permita incrementar sostenidamente en el tiempo su solvencia y su rentabilidad, y mediante las correctas medidas de transparencia y comunicación, las empresas transmitirán esta información al mercado con el propósito de conseguir mayor confianza en sus instrumentos para acceder al mercado de deuda que les permita optimizar su estructura financiera.

En un panorama de deterioro de rentabilidad, descenso en el volumen de negocio, el coste financiero es una palanca de crecimiento fundamental para las PYME, una manera de sobrellevar el impacto negativo que está teniendo actualmente el crédito (restricción e incremento de coste) puede ser la de explorar los mercados alternativos de deuda permitan obtener los recursos necesarios para impulsar el crecimiento y mantener una estabilidad financiera en cada espacio temporal.

Como se puede observar, los rating siguen jugando un papel fundamental en los mercados monetarios y de capital. En los mercados alternativos, su papel tendrá una mayor relevancia pues apotrará a las empresas una calificación independiente sobre la solvencia de la empresa o de sus emisiones, fundamental para aquellas que se estrenan en el mercado primario, como será el caso de la mayoría de ellas para las cuales van dirigidas estas alternativas. En este sentido las Agencias de Rating locales como Axesor en España, aportan un grado de especialización para el mercado local, lo que permite una calificación adaptada a la estructura económica local.

Otro reto importante el cual cabe mencionar, es la resistencia que pueda presentar el sector bancario a este tipo de medidas. La concentración que está sufriendo la banca, limitará naturalmente la oferta de productos de financiación, repercutiendo a su vez en los costes.

Las PYME, saneadas y solventes a las que va dirigido este mercado, son un recurso importante para los bancos que no estarán de acuerdo con que estas empresas se desvinculen de la financiación tradicional. Desde el sector afirman que estos mecanismos alternativos no son aconsejables, ya que no funcionarían por la baja presencia de oferentes y demandantes en el mercado.

3.5. RETOS LEGALES

Los retos legales que en principio debe afrontar la propuesta provienen, de la limitación de algunas empresas por su forma jurídica, por la capacidad de emisión y por las restricción a terceros de inversión en este tipo de instrumentos.

3.5.1. Normativa de Sociedades-Ley de Sociedades de Capital

- a. La imposibilidad de que las sociedades de responsabilidad limitada hagan emisiones (artículo 402 de la Ley de Sociedades de Capital).

Esta limitación podría estar justificada por la necesidad de proteger al inversor y accionista de estas sociedades de responsabilidad limitada. Eliminar esta restricción es fundamental para el éxito del mercado, porque un número significativo de emisores podrían tener la forma jurídica de sociedades de responsabilidad limitada.

TABLA 12. Empresas 2012 mayores de 50 empleados-Forma Jurídica S.A & S.L.

Fuente: DIRCE.

	2012		
	Total	Sociedades anónimas	Sociedades de responsabilidad limitada
Empresas	19.552	9.374	10.178
%	100%	47,9%	52,1%

Según fuente del DIRCE a 2012 el 52,1% de las empresas de más de 50 trabajadores son Sociedades Limitadas, lo que acotaría el target de empresas que podría acceder al MARF.

- b. Limitación a las emisiones por parte de las sociedades anónimas hasta un volumen igual a los recursos propios más las reservas del último balance y las cuentas de regulación y actualización (artículo 405 de la Ley de Sociedades de Capital).

Respecto a esta limitante el pasado 23 de febrero se publicó en el BOE, el Real Decreto-ley 4/2013, de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo. Entre las medidas adoptadas en el Título II destinado a las medidas de fomento de la financiación empresarial se introduce un nuevo artículo 30 quáter en el capítulo II del título III de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, con la siguiente redacción:

Artículo 30 quáter.

Cuando se trate de colocación de emisiones de obligaciones o de otros valores que reconozcan o creen deuda, contempladas en las letras a), c) y d) del apartado 1 del artículo 30 bis, no será de aplicación la limitación establecida en el artículo 405 de la Ley de Sociedades de Capital.

Los literales mencionados son:

- a. Una oferta de valores dirigida exclusivamente a inversores cualificados.*
- c. Una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de 100.000 euros por inversor, para cada oferta separada.*
- d. Una oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea al menos 100.000 euros.*

Artículo 405 de la Ley de Sociedades de Capital.

Artículo 405. Límite máximo.

- 1. El importe total de las emisiones no podrá ser superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda.*
- 2. En los casos de que la emisión está garantizada con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con aval solidario de entidad de crédito no será aplicable la limitación establecida en el apartado anterior.*
- 3. En el caso de que la emisión esté garantizada con aval solidario de sociedad de garantía recíproca, el límite y demás condiciones del aval quedarán determinados por la capacidad de garantía de la sociedad en el momento de prestarlo, de acuerdo con su normativa específica.*

En consecuencia, la modificación introducida por el gobierno permite, de un lado, salvar la barrera legal que impedía el acceso al mercado de capitales mediante la emisión de valores y, de otro, salvaguarda a los inversores minoristas (en la medida que la oferta de valores únicamente podrá dirigirse a institucionales o, si puede ser suscrita por minoristas, establece una traba cuantitativa al requerirse un nominal mínimo de 100.000 euros).

Dentro de las medidas tomadas el Gobierno en apoyo al MARE, se ha comprometido a la creación de una línea de mediación de pagarés y bonos de empresa para facilitar la puesta en marcha del MARE.

3.5.2. Ley de Mercado de Valores

- a. Se introduce un nuevo artículo 30 quáter en el capítulo II del título III de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (mencionado anteriormente).
- b. Obligación de que la emisión se formalice en escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil.

Donde se obliga a que la emisión se formalice en escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil. El artículo 6 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, estableciendo que la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta puede realizarse mediante folleto informativo, si existe obligación de aportarlo para su aprobación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se propone que, en analogía con este supuesto, con el objetivo de reducir el tiempo invertido y costes, para la emisión de los valores en el mercado alternativo de renta fija, se pueda realizar mediante la aportación del documento afirmativo. Esto podría tener efectos sobre el Real De-

creto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, en cuanto a la persona obligada a llevar la documentación al registro.

3.5.3. Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados

Dentro de los contenidos del Real Decreto-ley 4/2013, de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo, se modifica el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados.

Se modifica el artículo 50, en el que se establece cuáles son los bienes y derechos aptos para la inversión de las provisiones técnicas (provisiones que reflejan el valor cierto o estimado de las obligaciones contraídas por razón de los contratos de seguros y reaseguros suscritos y que se invierten en activos a razón a principios de congruencia, rentabilidad, seguridad, liquidez y diversificación). Se crea un nuevo subapartado c) en el artículo 50.5, estableciendo que son activos aptos para la inversión “los valores y derechos negociados en el Mercado Alternativo Bursátil o en otro sistema multilateral de negociación que se concrete mediante real decreto”.

Se modifica el artículo 53 en el que se definen los límites de dispersión y diversificación. Se reforma el sexto párrafo para incluir “los valores y derechos negociados en el Mercado Alternativo Bursátil o en otro sistema multilateral de negociación que se concrete mediante real decreto” como activos susceptibles de inversión y que no podrán computarse por un importe superior al 10% de las provisiones técnicas a cubrir.

Se reforma el octavo párrafo para añadir que las inversiones en valores o derechos negociados en el Mercado Alternativo Bursátil o en otro Sistema Multilateral de Negociación (SMN) que se concrete mediante real decreto emitidos por una única entidad no podrán superar el 3%, conjuntamente con las participaciones emitidas por una sola entidad de capital de riesgo, o el 6% si se trata de instrumentos emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo.

3.5.4. Reglamento de planes y fondos de pensiones

Se modifica el reglamento de planes y fondos de pensiones (Real Decreto 304/2004), añadiendo un apartado d) al artículo 70.9, estableciendo que son inversiones aptas para los fondos y planes de pensiones “los valores y derechos negociados en el Mercado Alternativo Bursátil o en otro sistema multilateral de negociación que se concrete mediante real decreto”.

Se modifica la letra b) del artículo 72 del reglamento de planes y pensiones, donde se detallan los criterios de diversificación, dispersión y congruencia de las inversiones. La modificación introducida habilita a los fondos y planes de inversiones a invertir en “valores o derechos emitidos por una misma entidad negociados en el Mercado Alternativo Bursátil o en otros Sistema Multilateral de Negociación (SMN) que se concrete mediante el real decreto, así como la inversión en acciones y participaciones emitidas por una sola entidad de capital-riesgo”.

El límite de inversión se sitúa en el 3% del activo del fondo de pensiones o en el 6%, cuando sean valores o “instrumentos financieros” emitidos por entidades pertenecientes a un mismo grupo.

3.5.5. Estructura de Emisión

Debido a las características que tendrían las emisiones pioneras de este Mercado, los requerimientos legales que se impongan a los emisores juegan un papel fundamental para brindar un impulso a esta propuesta.

Características iniciales de Emisión MARF

- Instrumentos: Pagaré y Bonos.
- Emisiones entre 10 y 25 Millones de EUR.
- Adaptado a las necesidades de emisores locales e inversores nacionales y/o extranjeros.
- Posibilidad de mecanismos de agregación (Titulación) para lograr el volumen de emisión determinado y que el título emitido tenga menor riesgo debido a la diversificación.

Con el objetivo de apoyar el inicio de este mercado, se pretende establecer unos requisitos más flexibles que los existentes en mercados secundarios oficiales, pero lo suficientemente exigentes para asegurar la confianza de los inversores en materia de transparencia, folleto e información sobre la solvencia de la entidad. En cuestión de transparencia, los requisitos serían muy similares a los de los mercados secundarios oficiales, al exigirse cuentas anuales auditadas, informes semestrales, y publicación de hechos relevantes.

El folleto, documento regulado necesario para realizar las emisiones en mercados secundarios oficiales, quedaría sustituido por un documento informativo, más simplificado y con un formato estandarizado establecido por el mercado y aprobado por la CNMV. La estandarización facilitaría su cumplimiento.

En materia de valoración de solvencia, podría aceptarse la no exigencia de una calificación crediticia, siendo sustituida por un scoring o por un informe de solvencia. Serían los propios emisores los que decidirían qué opción escoger, teniendo en cuenta las preferencias de los inversores. En el mercado local ya existe una agencia de calificación acreditada por ESMA que puede brindar una alternativa importante sobre la valoración de la solvencia de los emisores debido a su experiencia en el mercado local y a su estatus que le brinda el reconocimiento y aceptación de sus calificaciones en la Unión Europea.

En analogía con el segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), en las emisiones participarían:

- un *asesor registrado*, para asesorar a la empresa en materia de cumplimiento normativo en el momento de la emisión y durante la vida del instrumento;
- un *valorador de la emisión*, que determine un precio adecuado que garantice la colocación de los instrumentos en el primario;
- y una *entidad de liquidez* en el mercado secundario, que dé un precio de contrapartida a las peticiones de compra y venta. Esta exigencia debería introducirse de manera directamente proporcional al riesgo de iliquidez del instrumento.
- Finalmente, será necesario también contar con un *colocador*, que busque inversores en el momento de la emisión.

Las entidades de crédito podrían tener un papel destacado tanto en la valoración como en la colocación.

Tradicionalmente han sido también entidades de liquidez, junto con las empresas de servicios de inversión. Se estudia la posibilidad de que exista un coordinador de la emisión, que sirviera de ventanilla a las empresas, preseleccionándolas (filtro de empresas susceptibles de emitir) e indicando qué pasos han de seguir para la emisión.

Los costes de emisión y admisión a cotización suponen en la actualidad un factor importante para posicionarse en el mercado de deuda. Al no existir disposición legal en este sentido, las únicas referencias son las reglas y tarifas que tiene fijadas el MAB y, con las adaptaciones necesarias, los procedimientos y costes que se aplican para la admisión a negociación en el Mercado AIAF.

En la tabla 13 de la página siguiente se detallan los gastos de admisión a cotización según el tipo emisión para valores de renta fija en el mercado AIAF.

Otros gastos sujetos a la emisión son las comisiones por colocación que devengan un porcentaje sobre el importe nominal por parte de las entidades colocadoras, el cual no está estandarizado pero puede suponer entre el 0,15% y el 0,25% sobre el nominal de la emisión.

La anterior estructura de costes deberá ser tenida en cuenta, convirtiéndose en uno de los retos que el MARF debe superar con apoyo institucional vinculante, ya que algunas PYME, no podrían acceder a este mercado, debido a los altos costes asociados a la emisión que sumado al interés previsto para retribución del inversor supondrían un recurso caro para la debilitada capacidad de atención de la deuda del tejido empresarial en España. En lo anterior se apoya la premisa que el MARF, este dirigido a empresas solventes con bajos o adecuados ratios de Deuda/EBITDA.

TABLA 13. Gastos de admisión a cotización para valores de renta fija en AIAF.

Fuente: CMNV, AIAF, IBERCLEAR.

STAND ALONE		Base Imponible	Tasa	Máximo en EUR
CNMV				
	Registro	Valor nominal de la admisión	0,03 * 1000	9.938,67
	Supervisión	Valor nominal de la admisión	0,03 * 1000	9.938,67
IBERCLEAR		Pago único	500,00	
AIAF		Valor nominal de la admisión	0,05 * 1000	55.000,00
PROGRAMA				
CNMV				
	Registro	Valor nominal de la admisión	0,14 * 1000	42.677,26
IBERCLEAR		Pago único	500,00	
AIAF		Valor nominal de la admisión	0,05 * 1000	55.000,00
POR EMISIÓN				
CNMV				
	Supervisión	Valor nominal de la admisión	0,03 * 1000	9.840,27
IBERCLEAR		Pago único	500,00	
AIAF		Valor nominal de la admisión	0,01 * 1000	55.000,00

3.5.6. Fiscalidad

La fiscalidad para el MARF puede ser uno de los principales vehículos para la incorporación más efectiva de emisores e inversores principalmente. Contar con un atractivo fiscal en los inicios del mercado puede ayudar a dinamizar la entrada de inversores en un periodo mucho más reducido que si se deja al mercado por su cuenta, para lograr la liquidez necesaria para convertirse en una verdadera alternativa a las fuentes de financiación tradicionales para las PYME.

Actualmente los bonos al ser éstos títulos de rendimiento explícito, se pueden dividir sus rendimientos en dos componentes: Cupón y la Venta o Amortización.

La reforma fiscal que aprobó el Consejo de Ministros el 30 de diciembre de 2011 donde se aprobaron algunas medidas fiscales de cierto calado. con el fin de atajar el déficit público tendrá sus consecuencias no solo en el mercado de deuda, sino también en el apetito por unos u otros productos financieros. El hecho de elevar la retención de los rendimientos de Los productos financieros que tienen retención y que tributan en la base del ahorro (todos menos los planes de pensiones), vie-

ron incrementada la retención en un 2% (aumento del 19% al 21%) excepto en territorios forales donde se mantiene inalterable (19%). Elemento disuasorio para el inversor particular.

No obstante, las rentas procedentes del reembolso y transmisión de bonos con rendimiento explícito que se realicen en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores españoles obtenido por personas físicas residentes, están exentas de retención.

Los rendimientos, positivos o negativos, obtenidos por personas físicas residentes, tienen la naturaleza de rendimiento de capital mobiliario. En el caso de personas físicas residentes, deberán integrar dichos rendimientos en la base imponible del ahorro y tributar con arreglo a una tarifa con tipos que oscilan entre el 21% y el 27% para 2012 y 2013.

En cuanto a las personas jurídicas actualmente, y sin perjuicio de la tributación que les corresponda con arreglo a su tratamiento contable y fiscal, están exentas de retención las rentas derivadas de los bonos que se negocien en mercados secundarios españoles o de un estado de la OCDE, siempre que en este último caso dichos valores hayan sido colocados en el exterior.

Para clientes no residentes sin establecimiento permanente cuando el emisor sea no residente no existe tributación ni retención en España. Si el emisor es español o de otro modo se entienda el rendimiento obtenido en España, las rentas se encuentran sujetas al gravamen del Impuesto Sobre la Renta de No Residentes (IRNR), al tipo vigente en cada momento, actualmente el 21%, salvo que resulte aplicable un Convenio de Doble Imposición que establezca un tipo inferior, o estén exentas por residir en otros Estados miembros de la Unión Europea y siempre que no se obtengan a través de países o territorios calificados como paraísos fiscales bajo la ley española.

Asimismo las rentas derivadas de la transmisión de los Bonos y Obligaciones que se realicen en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores españoles estarán exentas de tributación en España cuando se obtengan sin mediación de establecimiento permanente por residentes en un Estado que tenga suscrito con España un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información, y siempre que no se obtengan a través de países o territorios calificados como paraísos fiscales.

Finalmente, y en la medida en que las emisiones de Bonos cumplan con los requisitos previstos en la Disposición Adicional segunda de la Ley 13/1985 de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de Intermediarios financieros, en relación con las emisiones de participaciones preferentes, los rendimientos derivados de dichos Bonos estarán exentos del IRNR siempre y cuando el pago de las rentas se sujete al procedimiento de información a la Administración Tributaria en los términos reglamentariamente establecidos.

En cualquier caso con carácter general se aplicará la normativa fiscal de la fecha de devengo de cada una de las rentas y se deberá tener en cuenta la normativa especial aplicable en determinados territorios como el País Vasco y Navarra.

Respecto a los Pagarés al emitirse al descuento como las Letras del Tesoro, tributan entre el 21% y el 27%. Tanto las letras como los pagarés cotizan en un mercado secundario, pero no suelen sufrir grandes variaciones al tratarse de títulos que no presentan mucha liquidez que afecten su valor a la hora de la liquidación por transmisión. Como característica particular las letras están se encuentran exentas de retención a cuenta sobre el rendimiento que generan medida que podría extenderse al mercado de pagaré propuesto.

4. CONCLUSIONES Y COMENTARIOS FINALES

La evidencia de los datos analizados, indica que el mercado de crédito en España para las PYME, no cuenta con la profundidad necesaria y revela la necesidad de explorar nuevas fuentes de financiación.

La necesidad de explorar nuevas fuentes de financiación se basa principalmente en que la habitual tesis de diversificar el crédito con varias Entidades Financieras ha quedado cuestionada, puesto que en general para la mayoría de las PYME se ha visto reducido el crédito y endurecido las políticas de concesión, generando una inestabilidad financiera en unos momentos de mercado muy difíciles para las empresa.

Por lo tanto es necesario que se exploren nuevas alternativas como el MARF y que se apoye a las existentes MAB y Capital Riesgo, para que aporten profundidad al mercado de capitales y monetario, y se conviertan realmente es una alternativa de financiación a mediano plazo para las PYME, aportando estabilidad en el mercado de crédito y ayudando a tener unos mercados más transparentes, gracias a las medidas de información necesarias para transmitir la confianza a los inversores.

Los mercados Alternativos de Renta Fija que ya operan en Europa, demuestran que con la estructura necesaria, el apoyo institucional y de los Estados, se puede ayudar a las PYME a diversificar sus fuentes de financiación a unos costes en proporción a su solvencia y la confianza que trasladen al mercado.

Serán 3 retos importantes que deberá superar el MARF, para consolidarse como alternativa de financiación a las PYME:

El primero de ellos la estructura necesaria para su implantación, que puede estar en un alto porcentaje superado, puesto que se cuenta con una demanda de financiación verificable según lo expuesto, existen potenciales emisores cualificados y dentro de los parámetros iniciales expuestos, los cuales aseguran la presencia de emisores solventes. La liquidez del mercado será el resultado de la confianza que genere el MARF (Emisores - Inversores) mas una correcta certificación de la calidad de los emisores, aspecto que puede ser subsanado localmente gracias a que en España ya se cuenta con una Agencia de Calificación Crediticia registrada ante ESMA con notorio reconocimiento y amplia experiencia en la emisión de calificaciones de crédito en el mercado nacional. Apoyado lo anterior en la estructura actual de los diferentes mercados de deuda nacional, cámaras de compensación, bolsas e instituciones supervisoras como la CNMV y el Banco de España que brindan seguridad jurídica de cara a inversores nacionales y extranjeros.

El segundo reto es el de mercado, a nivel local solo se tiene como referencia el MAB, el cual no ha podido desarrollar todo su potencial debido a la situación económica que se ha vivido desde su creación hasta la fecha. La liquidez y la rentabilidad se perfilan como las variables termómetro para monitorizar las reacciones del mercado local ante los emisores e inversores.

Los objetivos de estos mercados alternativos deben estar puestos a mediano y largo plazo, donde se podrá revisar finalmente su eficacia. Toda propuesta o alternativa de mercado será bien recibida por las empresas, máxime en la situación de restricción del crédito vivida en los últimos años y que se espera se mantenga a un mediano plazo.

La importancia de proporcionar condiciones adecuadas para este mercado no solo radica en que puede ayudar a ciertas empresas en el momento de su apertura, sino que empresas dentro de su proceso de evolución natural o reestructuración, pondrán sus objetivos de gestión para tener no solo empresas bancables, sino empresas capaces de satisfacer las exigencias de los mercado de capitales y monetarios a los cuales podrá acceder directamente sin intermediarios.

Los retos legales se presentan como factor contexto al MARF de vital importancia para ayudar a canalizar inversores a través de diferentes medidas. Las medidas tomas el pasado 23 de febrero en el Título II Medidas de fomento de la financiación empresarial (Artículos 17 – 19), son un inicio importante pero no suficiente, quedando restricciones importantes que pueden restringir la entrada de emisores, como es el caso de las limitación a Sociedades Limitadas para emitir este tipo de valores, entre otros.

Los incentivos fiscales se configuran como el vehículo clave para asegurar un buen inicio del MARF y de los distintos mercados alternativos que interactúan actualmente en España (MAB – Capital Riesgo). La canalización de inversores a través de los distintos incentivos fiscales, sería una medi-

da directa por parte del Gobierno para potenciar el mercado, promoviendo a más empresas para alcanzar la cualificación necesaria para acceder a estos mercados alternativos.

La estructura de costes y emisión respecto al mercado AIAF, deberá ser revisada, porque de lo contrario supondría una restricción más para algunas empresas que no puedan cumplir con dichos requerimientos. La flexibilidad otorgada al MAREF, debe estar perfilada por los lineamientos que actualmente se conocen de MiFID II, para asegurar la protección al inversor, mediante políticas de comunicación suficientes y para que dichos mercados operen como Centros Regulados (Trading Venues).

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, C. (27 de abril de 2012): European stock exchange bond platforms offer SME finance as banks pull back. Disponible en <http://www.investmenteurope.net/investment-europe/news/2171047/european-stock-exchange-bond-platforms-offer-sme-finance-banks-pull> [Consulta 19 de febrero de 2013].
- Alternative Bond Market, Oslo (ABM) (2013): Disponible en URL http://www.osloabm.no/abm_eng/ [Consulta 23 de febrero de 2013].
- Arce, O.; López, E. y Sanjuán, L. (Noviembre de 2011): El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales. Documentos de Trabajo 52. Madrid. España: Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Ashcroft, J. (Noviembre de 2011): Credit Easing and the creation of SME bonds -a possible solution. Londres. UK: Autor.
- Asociación Española de Capital Riesgo-ASCRI (2012): Continúa la apuesta del capital riesgo por las PYMES españolas. Notas de prensa ASCRI. Madrid. España: Autor.
- Badía, D. (12 de mayo de 2012): Cómo logrará el Estado el dinero para el nuevo plan. Madrid. España: Expansión, p. 6.
- Banco Central Europeo. (Enero de 2013): The Euro Bank Lending Survey -4th Quarter of 2012. Frankfurt. Alemania: Autor.
- Banco de España (2012): Central de Balances 2011 Resultados anuales de las empresas no financieras. Madrid. España: Autor.
- Banco de España (Febrero de 2013): Cuadro 8.6 - Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España. Indicadores Económicos. Disponible en <http://www.bde.es> [Consulta 2 de marzo de 2013].
- Bankinter (2013): Bonos y obligaciones de renta fija privada. Disponible en https://www.bankinter.com/www2/particulares/es/asesoramiento/asesor_de_inversiones/fichas_de_productos [Consulta 1 de marzo de 2013].

- Boerse Stuttgart (2013): Trading Segment BondM. Disponible en <https://www.boerse-stuttgart.de/en/tradingsegmentsandtradinginitiatives/bondm/bondm.html> [Consulta 19 de febrero de 2013].
- Boletín Oficial del Estado. (29 de julio de 1988) Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Texto Consolidado, última modificación: 23 de febrero de 2013 Madrid. España. BOE 181.
- Boletín Oficial del Estado (25 de febrero de 2004): Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones. Madrid. España. BOE 48.
- Boletín Oficial del Estado (29 de noviembre de 2006): Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. Madrid. España. BOE 285.
- Boletín Oficial del Estado (3 de julio de 2010): Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Madrid. España. BOE 161.
- Boletín Oficial del Estado (23 de febrero de 2013): Real Decreto-ley 4/2013, de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo. Madrid. España. BOE 47.
- Clifford Chance (Febrero 2013): Acceso por sociedades no cotizadas al mercado de bonos. Briefing note febrero 2013. Madrid, España: Autor.
- Comisión Europea (2006): La nueva definición de PYME - Guía del usuario y ejemplo de declaración. Bruselas. Bélgica: Autor.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV. (2013) Tasas CNMV 2010/2011/2012. Cuadro resumen. Madrid. España: Autor.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Octubre de 2012): Informe sobre los avances en la aplicación de Basilea III. Basilea. Suiza: Banco de Pagos Internacionales.
- Department for Business Innovation & Skills (BIS) (Enero de 2012): SME Access to external finance. Londres. UK: BIS Economics paper 16. Disponible en <http://www.bis.gov.uk> [Consulta 10 de febrero de 2013].
- Diario Oficial de la Unión Europea (6 de marzo de 2012): Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión. COM(2011) 452 final-2011/0202 (COD). Bruselas. Bélgica: Diario Oficial de la Unión Europea pp. 39-43.
- Dirección General de Industria y de la pequeña y mediana empresa. Ministerio de Industria Energía y Turismo (Diciembre de 2012): Cifras Pyme, Datos diciembre de 2012. Madrid. España: Autor.
- Directorio Central de Empresas: explotación estadística (2013): Disponible en <http://www.ine.es> [Consulta 19 de febrero de 2013].
- Esperanza, D. (14 de febrero de 2013): Nace la primera plataforma de renta fija para el particular. Madrid. España: Expansión, p. 19.
- Instituto de Crédito Oficial (ICO) (2013): Condiciones Línea ICO Empresas y Emprendedores 2013. Disponible en <http://www.ico.es> [Consulta 8 de marzo de 2013].
- Menéndez, A. & Méndez, M. (10 de enero de 2013): La evolución del endeudamiento de las empresas no financieras españolas desde el inicio de la crisis, un análisis desagregado. Madrid. España: Boletín Económico, enero 2013. Banco de España.

- Mercado Alternativo Bursátil (MAB) (Julio 2012): MAB: Una valoración al cierre del tercer año de actividad. Disponible en <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm> [Consulta 15 de febrero de 2013].
- Ministerio de Economía y Competitividad (Noviembre de 2012): Descripción de la propuesta sobre la creación de un Mercado Alternativo de Renta Fija. Madrid. España: Autor.
- Ministerio de Industria Energía y Turismo (31 de enero 2013): Instrumentos financieros de apoyo a la PYME. Sevilla. España: Autor.
- Nesta (Noviembre de 2011): Beyond the Banks. The case for a British Industry and Enterprise Bond. Londres. UK: Autor.
- NYSE Alternext (2013): Disponible en <https://europeanequities.nyx.com/markets/nyse-alternext> [Consulta 15 de febrero de 2013].

axesor
consejar para decidir



El Mercado Alternativo de Renta Fija: atractiva oportunidad de inversión

Javier Ramos-Juste. Responsable del Gabinete de Estudios Económicos de AXESOR

1. RESUMEN EJECUTIVO

Desde el estallido de la crisis financiera se ha producido un **deterioro de la capacidad de financiación del sector privado** en la mayoría de las economías desarrolladas que coinciden con una necesidad de des-apalancamiento gradual de los bancos de numerosos países. El resultado, la **restricción crediticia**, especialmente severa para las Pymes. Se concreta, según datos del Banco Central Europeo (BCE), en que el crédito a empresas se redujo un 2,3% en la zona euro en 2012. En España, la caída del crédito se aproxima al 6%, y no ha tocado fondo aún. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que los bancos europeos reducirán sus balances en 2 billones de euros (alrededor del 7% de sus activos) hasta 2014.

La restricción crediticia situó a las **grandes y medianas empresas** ante la necesidad de complementar la financiación bancaria con **emisiones de deuda corporativa**, lo cual permitió que la oferta de bonos corporativos alcanzase máximos desde mitad de 2012. De otro lado, la elevada demanda de renta fija corporativa era impulsada de manera creciente, por un lado, por las continuas inyecciones de liquidez llevadas a cabo por los principales bancos centrales y, por otro, por la **búsqueda de rentabilidad (*search for yield*)** de los inversores de todo el mundo ante una menor percepción del riesgo. La consecuencia es que nunca en la historia financiera moderna el mercado de capitales global había estado abierto a tantas empresas (las emisiones brutas de bonos *high yield* registraron su máximo histórico en 2012), ni nunca antes las empresas, tanto las calificadas *investment grade* como *high yield*, habían podido financiarse tan barato en los mercados de capitales. Los inversores, por su parte, también se muestran satisfechos con la rentabilidad (más atractiva cuanto mayores sean las expectativas desinflacionistas), y con las históricamente reducidas tasas de *default*.

La **renta fija corporativa se ha beneficiado** además, recientemente, de tres acontecimientos:

1. El histórico plan de **inyección de liquidez del Banco de Japón**, que prevé llevar el peso de la base monetaria nipona al 55% del PIB japonés a finales de 2014, en su lucha de poner fin a la deflación y de devaluar el yen.
2. La reciente **modificación del Banco Internacional de Pagos (BPI)** del rango de lo que se consideran **activos líquidos de alta calidad** en manos de las entidades de crédito con la decisión de **incluir la deuda de empresas con menores ratings** (hasta BBB-), sitúa la renta fija corporativa como un activo muy atractivo, ya no sólo por su rentabilidad, sino también por su reducido riesgo y, **ahora, mayor liquidez**.
3. Tras la última intervención del **BCE** para inyectar liquidez en el sistema financiero, éste **acepta los activos Asset Backed Securities (ABS) como colateral en sus operaciones de introducir liquidez**. Estos activos, que también respaldan deudas de pymes, mantienen intacto su buen historial de bajas tasas de impago o *default*. Recientemente, el propio BCE se pronunciaba al respecto,

destacando su colaboración con el Banco de España para analizar la posibilidad de mejorar las condiciones en que los bancos consiguen liquidez, potenciando el uso para ello de titulaciones de créditos concedidos a Pymes como colateral de la financiación que concede el BCE.

Dada la difícil situación por la que atraviesan las entidades crediticias españolas y la disfuncionalidad de la intermediación financiera en **España**, que impide que el crédito llegue a las empresas, dotar de alternativas de financiación a las empresas vía directa a través del **Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)**, en cuyo diseño está trabajando el gobierno, permitiría imprimir una mayor velocidad a ese proceso de cambio ineludible en la financiación de las empresas españolas.

La configuración de un mercado alternativo de renta fija no es un hecho aislado y novedoso en Europa. Son ya varios países los que han puesto en marcha esta idea, como Alemania con el *Mid-cap Bond Market*, Francia con *Alternext*, Noruega con *ABM* e Italia con *Extra Mot Pro*. El mercado alemán, creado en 2010 y con emisiones que superan los 3.000 M€ es la referencia más clara de éxito, con un correcto diseño y una rigurosa regulación (aunque no excesiva para empresas de tamaño medio). El 75% de las empresas emisoras cuentan con un rating de una Agencia alemana registrada por el organismo europeo ESMA.

En el contexto financiero internacional anteriormente descrito, la **renta fija corporativa española** aparece como un **activo de gran atractivo** tanto por su **elevada rentabilidad** como por su **reducido riesgo**.

- Atendiendo a la **rentabilidad**, el mayor rendimiento y atractivo de los activos españoles se justifica por:
 1. La integración de la economía española en la Unión Económica y Monetaria, reduce el margen de maniobra en política económica y penaliza la prima riesgo al ser la integración europea incompleta y en el actual escenario de recesión y elevada deuda. **Esta situación da lugar a un escenario inmejorable para los inversores**, que a través del futuro MARF, podrán **rentabilizar al máximo sus inversiones y diversificar sus carteras en sociedades de escaso riesgo financiero, productivas y rentables en un entorno de austeridad y escasez de financiación** que obliga a las empresas a optar por vías alternativas como ésta para financiar su crecimiento **aún asumiendo cierta penalización por el riesgo percibido en la periferia**.
 2. La oportuna intervención del BCE en verano de 2012 permitió eliminar, de momento, el riesgo de ruptura del euro, lo que, junto con la decidida política de compra de deuda pública, ha logrado reducir significativamente la rentabilidad de la deuda pública española, haciendo aún más atractiva la deuda privada de las empresas. En la comparativa de rentabilidades con otras opciones de inversión en renta fija, la rentabilidad media estimada por Axesor para el futuro MARF aparece claramente ganadora, con un rendimiento medio esperado del 6,86%, frente a los rendimientos medios observados a 5 años de la deuda pública (2,84%), la renta fija emitida en AIAF (2,75%), los fondos de inversión en renta fija (1,98%) o los planes de pensiones materializados en renta fija (1,95%). Para la categoría de rating BB,

que se prevé que sea la más habitual y para emisiones hasta cinco años, las rentabilidades estimadas por Axesor se sitúan entre el 4% y el 8%. Por último, **la mayor estabilidad** de la prima de riesgo unida al entorno bajista de tipos de interés marcado por el BCE **hace prever que los tipos de interés de la deuda pública se mantengan o reduzcan**, haciendo aún más atractiva la inversión en el MARF.

3. A pesar de la menor incertidumbre que sobrevuela el país, **las expectativas y los grandes movimientos de capital siguen influyendo** sustancialmente **en las rentabilidades** ofrecidas, previéndose una penalización de los costes de emisión en un primer momento por la desconfianza inicial de los inversores, la menor liquidez del mismo y la falta de consolidación del mercado.
- En lo que se refiere al **riesgo**, su reducido nivel en relación a la rentabilidad esperada de estos activos se explica a partir de:
 1. **La calidad crediticia de las empresas** emisoras o potencialmente emisoras es muy alta, incluso para aquellas con peores ratings. Existe en la economía española un amplio grupo de empresas con capacidad para emitir deuda cuando esté finalizado el diseño del nuevo MARF con una **actividad muy diversificada** y cada vez menos dependiente de la coyuntura económica nacional. Se trata de empresas competitivas y necesitan financiación para seguir invirtiendo en los mercados exteriores, donde las posibilidades de obtener altos rendimientos sobre el capital invertido son sustancialmente más elevadas. Según un **estudio de potencialidad llevado a cabo por Axesor**, se prevé que **el 34% de las sociedades emisoras en el MARF se encuentre bajo la categoría de *investment grade*** (rating superior o igual a BBB), lo que se traduce en una **probabilidad de incumplimiento estimada inferior al 1%**, mientras que **el resto** se ubicaría en un rating de BB cuya probabilidad de *default* aproximada sería de un **2%**.
 2. Estas compañías **estarían en disposición de afrontar la disciplina de un mayor endeudamiento dada su moderada exposición al riesgo y su adecuada gestión durante la crisis**. La austeridad de las medidas políticas y la necesidad de adaptar las estructuras a los actuales niveles de negocio **han hecho a las empresas españolas más eficientes, sólidas y rentables, dándose una excelente coyuntura para los inversores: bajo riesgo y alta rentabilidad** a causa de la penalización que infiere la pertenencia a España.
 3. Los costes de financiación vía valores —aproximados por las primas de los **Credit Default Swaps (CDS)**— se han situado alrededor de los 200 puntos básicos en abril, frente a los 600 que llegaron a alcanzar en el verano de 2012. No obstante, tanto para las instituciones financieras como para las sociedades no financieras españolas permanecen significativamente por encima de los tipos observados para el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), siendo mayor su atractivo en términos de rentabilidad.
 4. Por lo que se refiere a la **inversión extranjera directa (IED) recibida por las empresas españolas**, es especialmente destacable el hecho de que la economía española, pese a estar situada en el epicentro de la mayor crisis financiera y económica global, fue capaz de atraer más inversión directa en el periodo 2008-2012 que en el quinquenio anterior de fuerte crecimiento económico (2003-2007). Algo muy a tener en cuenta, dado que **las inversiones en cartera no sólo dependen de los diferenciales de rentabilidad, sino también de las expectativas de crecimiento de las empresas**

de un país, que permite reducir su riesgo de crédito. El atractivo inversor de la economía española en los últimos años muestra la confianza de los inversores en la capacidad de crecimiento la economía española y la reducción lograda en los costes laborales unitarios en un esfuerzo titánico de las empresas por ser más productivas.

Los rangos estimados por Axesor de rentabilidad y riesgo quedan sujetos a las variaciones futuras que experimente el coste de financiación del Estado español en los mercados en un entorno macroeconómico muy complejo, la demanda de los inversores, la liquidez del mercado y el diseño y posterior consolidación del propio MARF, donde las ventajas fiscales pueden ser de gran importancia tanto para emisores como para inversores.

Nos encontramos por tanto ante una atípica situación donde se combina el “lastre” de una economía deteriorada junto con la solidez de compañías solventes, saneadas, con máximos de productividad y con capacidad de asumir nuevo endeudamiento y ofrecer una alta retribución a los inversores con el fin de superar el coste de oportunidad que supone el no poder llevar sus proyectos a cabo por falta de capital. El MARF por tanto agrupará inversiones seguras pero con rentabilidades superiores a la media europea por lo motivos expuestos. El futuro mercado se posiciona como una oportunidad muy atractiva a la inversión así como una esperada vía de captación de fondos para las empresas españolas.

2. INTRODUCCIÓN

Lo único que importa a medio y largo plazo es la productividad. Para elevar la productividad de la economía española es necesario que las empresas cuenten con financiación para poder abordar inversiones rentables. Durante el boom español hubo muchas empresas españolas que se endeudaron, no para consumir más, sino para expandirse dentro y fuera de España y lograron ser más productivas gracias a las inversiones en procesos, productos, tecnología e investigación. Otras muchas se endeudaron para invertir en proyectos de dudosa rentabilidad, dejando un legado de deuda y morosidad que penalizan al conjunto de la economía.

Una de las claves que servirá para empujar a la economía española fuera de la recesión es el crecimiento de la productividad de las empresas. Si la productividad aumenta, éstas podrán competir en el mercado global, crearán empleo y podrán pagar sus deudas más fácilmente. Se hace necesario, por tanto, combinar la **necesidad de financiación** de muchas empresas, ante la ausencia de

crédito bancario, para abordar inversiones rentables dentro y fuera de España, con la **oportunidad que puede significar para el inversor** institucional, nacional y extranjero, en términos de elevada rentabilidad y bajo riesgo, la existencia de un mercado correctamente diseñado para comprar y vender activos de deuda corporativa del *middle market* español.

El **Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)** puede convertirse en un **elemento catalizador** de la necesidad de financiación de las empresas y la oportunidad de obtener buenas rentabilidades en títulos de empresas con elevada calidad crediticia. En un mundo de históricamente bajas rentabilidades, la deuda emitida por empresas españolas solventes puede ser un activo muy atractivo en la búsqueda internacional por la rentabilidad (*search for yield*).

El objetivo del presente informe es destacar las peculiaridades y atractivo de la renta fija corporativa española así como enfatizar la necesidad que tienen las empresas y la oportunidad que puede significar para los inversores el contar con un mercado alternativo de compra y venta de deuda para el *middle market* español, dado que existe un grupo de empresas de tamaño medio y grande muy competitivas y que, por las particulares circunstancias macroeconómicas y financieras de la economía española, afrontan problemas de financiación que puede poner en peligro su competitividad, sus inversiones y la creación de empleo.

Seguiremos el siguiente **guión**: En primer lugar, se describe el entorno macroeconómico actual, prestando especial interés a la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo. Veremos que 2012 y el primer trimestre de 2013 se han caracterizado por una búsqueda continua de rentabilidad por parte de los inversores asumiendo mayores riesgos, especialmente desde que el riesgo de convertibilidad del euro se redujo con la intervención del BCE, a través de las declaraciones de su presidente, en el verano de 2012. Todo ello ha favorecido las emisiones de deuda corporativa, que se encuentran en máximos a nivel global tanto en el segmento de grado inversor como en el segmento de alto rendimiento. Una tendencia que afecta no sólo a las economías desarrolladas sino también las economías emergentes.

En segundo lugar, profundizaremos en la evolución seguida por la inversión extranjera directa (IED) en España, variable que sorprende por su fortaleza en medio una crisis económica y financiera sin precedentes, y que es un indicativo inequívoco del atractivo y el interés que despiertan las empresas españolas en el exterior. Destacaremos, igualmente, la importancia de la inversión española en el exterior para el crecimiento de la productividad, la creación de empleo y la diversificación del riesgo empresarial. Muchas inversiones altamente rentables podrían perderse por falta de financiación para llevarse a cabo dada la brutal restricción de crédito a la que están sometidas las empresas. Alternativas de financiación vía directa a través del mercado se apuntan como solución.

En tercer lugar, subrayaremos la importancia de la renta fija española como alternativa de inversión, los potenciales inversores y las favorables perspectivas que presenta. Como caso de éxito reciente

abordaremos el balance positivo que presenta, desde su puesta en marcha en 2010, el mercado alternativo alemán de deuda corporativa.

Finalmente, profundizaremos en las enormes posibilidades del nuevo mercado alternativo de renta fija corporativa (MARF) para inversores institucionales, cuya creación y apertura está prevista en los próximos meses. En el análisis se incluye una matriz de rentabilidades previstas de acuerdo a un rango estimado de rentabilidad y riesgo.

3. EL ENTORNO MACROECONÓMICO ALIENTA EL MOVIMIENTO DE CAPITALES HACIA LA DEUDA PRIVADA

Los mercados financieros internacionales viven atrapados en unas circunstancias nuevas y anómalas.

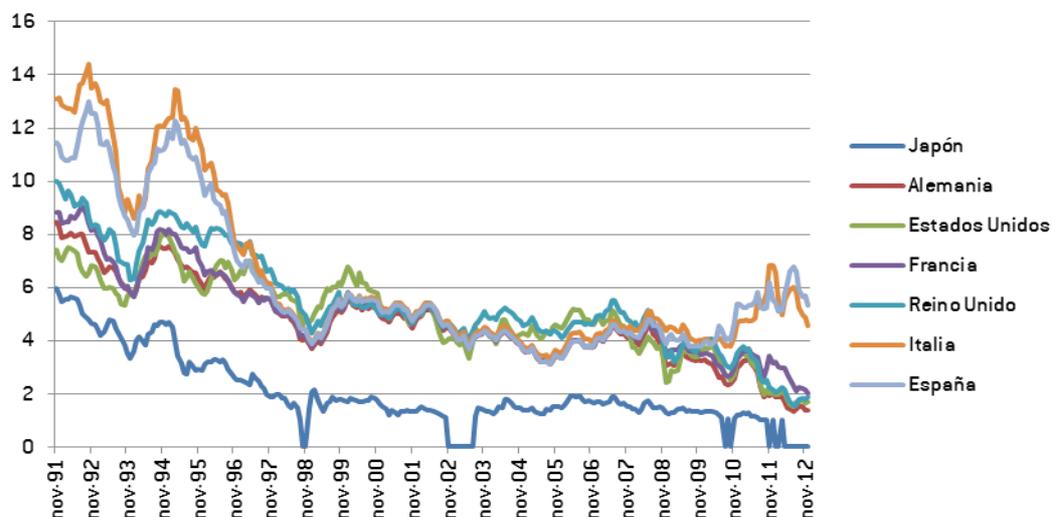
Una de las tendencias recogida y observada en los datos es el crecimiento del interés por la renta fija corporativa, tanto en el segmento *investment grade* como en el segmento *high yield*. Entre los principales factores explicativos se encuentran el des-apalancamiento del sector financiero, la pérdida de acceso al mercado de dicho sector y la más estricta regulación bancaria.

En el nuevo escenario financiero global, la posición de las empresas española y de la renta fija corporativa española puede resultar muy atractiva desde el punto de vista de la rentabilidad y por su bajo riesgo, especialmente en el segmento de alto rendimiento, dadas las históricamente reducidas rentabilidades de la renta fija pública y privada a nivel internacional.

El gráfico 1 muestra muy claramente como el coste de financiación de los Estados ha dejado de contar con el grado de homogeneidad existente antes de la crisis económica y financiera de 2008-2009. La rentabilidad del bono a 10 años se ha dividido entre aquellos Estados cuyos bonos aparecen como activos “refugio” (caso del bono japonés, alemán o estadounidense), aquellos que ofrecen una rentabilidad intermedia (caso del bono francés y británico) y aquellos que, dada la reducción de la calificación crediticia sufrida ante su mayor probabilidad de impago, ofrecen una rentabilidad para el inversor (coste para el Estado emisor), muy superior.

GRÁFICO 1. Evolución de la rentabilidad del bono a 10 años.

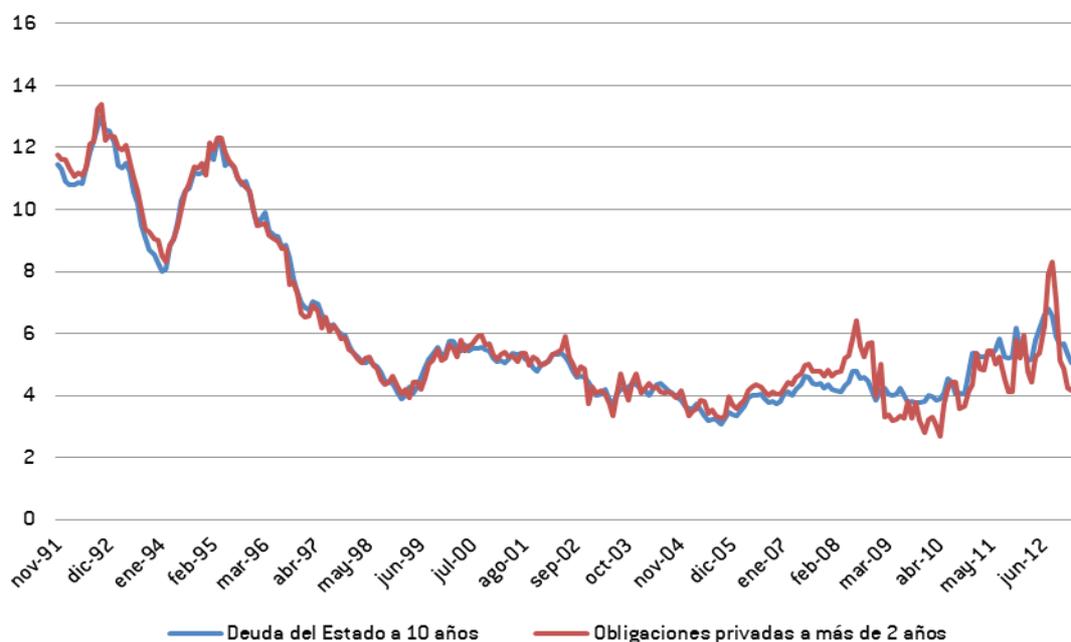
Fuente: BCE, FED, Banco de Japón y Banco de Inglaterra.



Es obligado añadir que parte de la fuerte subida en las primas de riesgo española e italiana acontecida en el verano de 2012 fue debida al riesgo de convertibilidad del euro. Las reducciones observadas desde entonces hasta la actualidad sitúan las rentabilidades de ambos bonos en niveles más acordes con su situación macroeconómica y financiera real, y en ellas ha tenido mucho que ver la intervención del Banco Central Europeo (BCE). No debemos olvidar que la evolución de calidad crediticia soberana condiciona el coste de financiación de las empresas del país, razón por la que la prima de riesgo adquiere una enorme importancia.

GRÁFICO 2. Tipos de interés en el mercado secundario.

Fuente: Banco de España.



El gráfico 2 muestra la evolución de la rentabilidad del bono español a 10 años junto con las emisiones de renta fija corporativa a más de 2 años en el mercado secundario. Es fácil observar como la distancia entre ambas está alcanzando niveles máximos desde que dio comienzo el año 2013. La rentabilidad que ofrece la deuda pública en el mercado secundario está siendo superior a la que ofrece la renta fija corporativa de las principales empresas españolas. Está sucediendo además que algunas de las principales empresas españolas se están financiando a un coste inferior al que se financia el Estado español, lo que vendría a evidenciar que la financiación de las empresas puede depender menos de lo que se pensaba del riesgo soberano.

Pasamos a continuación a repasar lo sucedido recientemente en los mercados de renta fija mundiales para destacar las principales tendencias observadas y concluir el atractivo que el nuevo mercado de renta fija alternativa (MARF) español podría ofrecer.

3.1. LAS EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS ALCANZAN UN MÁXIMO HISTÓRICO EN 2012

Desde el estallido de la crisis financiera se ha producido un deterioro de la capacidad de financiación del sector privado en la mayoría de las economías desarrolladas. Estas dificultades de financiación coinciden con una necesidad de desapalancamiento gradual de los bancos de numerosos países, las cuales afectan a las condiciones de acceso al crédito de los agentes y, en particular, de las sociedades no financieras (SNF).

Bajo este marco financiero, la capacidad de los diferentes sectores para financiarse en los mercados de capitales, mediante la emisión de títulos de deuda o de renta variable, deviene fundamental para determinar el ritmo y el formato de salida de la crisis financiera.

2012 se ha caracterizado por una evolución muy heterogénea de los volúmenes emitidos según el país o el instrumento. En los periodos de mayor aversión al riesgo se colocaron emisiones consideradas como seguras, mientras que en periodos de mayor apetito por el riesgo, los inversores optaron por una estrategia de búsqueda de rentabilidades (*search for yield*), alimentada por un escenario macroeconómico caracterizado por tipos de interés oficiales históricamente bajos.

A continuación describiremos los principales rasgos de las emisiones en los mercados internacionales de las economías desarrolladas en 2012, principalmente en instrumentos de renta fija, aunque también se analizará, muy brevemente, la actividad emisora de los nuevos países emergentes. Dadas las peculiaridades de los distintos segmentos, se caracterizará la actividad por sectores (principalmente sector público, las SNF y los bancos). El análisis considera únicamente emisiones a un plazo mayor o igual a un año y medio de deuda no titulizada.

3.1.1. Principales características de las emisiones internacionales de deuda en 2012

Las emisiones de renta fija en 2012 superaron ligeramente las de 2011. Su evolución a lo largo del año fue desigual, ya que estuvo marcada por las fluctuaciones de la aversión al riesgo. Así, mientras que el segundo trimestre experimentó una notable desaceleración tras un comienzo de año relativamente activo, la actividad emisora en el segundo semestre de 2012 adquirió un notable dinamismo, favorecido por la reducción de la probabilidad asignada por los mercados a la materialización de riesgos de cola (en especial, los relacionados con la crisis y posible ruptura de la moneda única).

La abundancia de liquidez global y los reducidos tipos de interés existentes en los principales países desarrollados tras las políticas monetarias expansivas descritas anteriormente, incentivaron la búsqueda de rentabilidades (*search for yield*) por parte de los inversores, que se orientaron fundamentalmente hacia las emisiones de instrumentos de renta fija. Además, el mantenimiento e, incluso, la intensificación de dichas políticas monetarias expansivas alimentaron las expectativas de continuidad del escenario de tipos bajos por un período prolongado, y reforzaron adicionalmente las dinámicas asociadas a la búsqueda de rentabilidades. De hecho, la falta de relación, percibida en el segundo semestre del año, entre la evolución económica y la financiera, demuestra lo dicho anteriormente, en la medida en que, a pesar de la rebaja de las perspectivas macroeconómicas, los mercados primarios de deuda se dinamizaron.

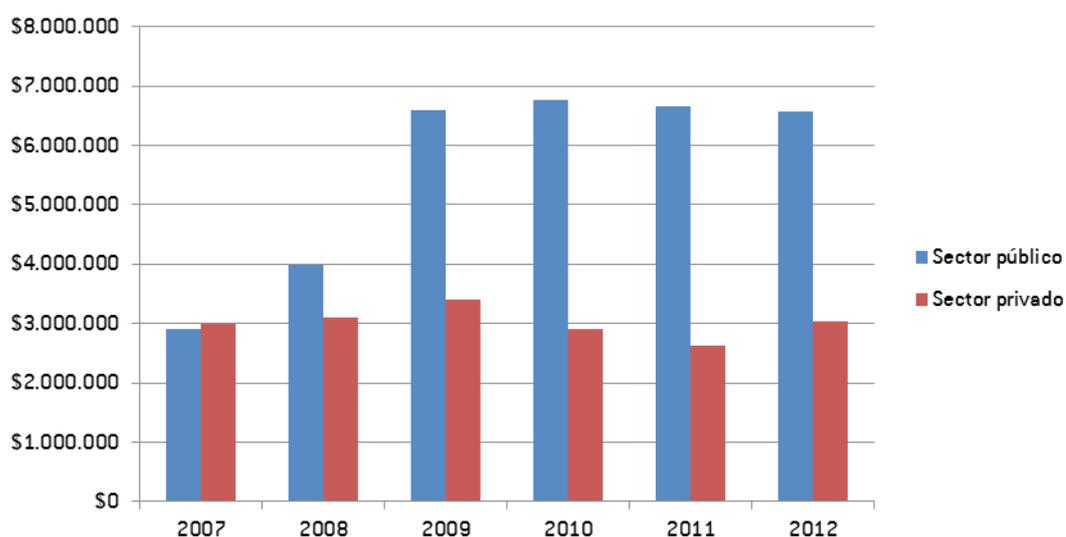
El fuerte crecimiento de la actividad emisora a principios de 2012 debido al efecto positivo de la puesta en marcha de las dos subastas a 3 años LTRO (del inglés *Long-Term Refinancing Operations*) se ralentizó entre marzo y julio de 2012, al ir diluyéndose el efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y al empeorar las perspectivas de crecimiento global. En efecto, las sucesivas revisiones a la baja de las previsiones de diversos organismos internacionales recogieron un desempeño macroeconómico inferior al esperado en economías clave como Estados Unidos, China o Brasil, además de en la zona euro.

Fue la segunda parte del año la que impulsó verdaderamente la actividad emisora de renta fija global a alcanzar un máximo histórico de emisión en el cómputo global de 2012. El discurso, a finales de julio, del presidente del BCE, Mario Draghi, en el que despejaba cualquier tipo de duda sobre el apoyo efectivo que dicha institución estaba dispuesta a proporcionar en la resolución de la crisis europea, junto con otras iniciativas anunciadas por las autoridades nacionales y europeas y el acuerdo sobre Grecia, cambió el currir de los acontecimientos. Desde ese momento, el apetito por el riesgo en los mercados globales aumentó, y se fue consolidando a medida que las diferentes medidas se iban concretando por parte del Eurogrupo y del BCE. Este último anunció en agosto su programa de Operaciones Monetarias de Compra y Venta (OMT) a través del cual el BCE podrá comprar deuda soberana de países con dificultades en los mercados secundarios, a cambio de una estricta condicionalidad. Asimismo, los avances alcanzados en la última parte del año sobre la implantación del supervisor único europeo fueron recibidos muy positivamente por los inversores internacionales al percibir que Europa daba los pasos correctos para reducir la incertidumbre y los riesgos alrededor de la posible ruptura del euro (riesgos de cola).

Existen, no obstante, diferencias significativas en el comportamiento de las emisiones por sectores y por países. Mientras que las emisiones de deuda pública cayeron en 2012 un 1,3%, las emisiones de deuda privada aumentaron un 15,1%, tal y como recoge el gráfico 3.

GRÁFICO 3. Evolución emisiones brutas renta fija pública y privada. (En millones).

Fuente: Dealogic.



El segmento que más destacó por el vigor de su crecimiento en 2012 fue el de la deuda corporativa, especialmente en bonos de alto rendimiento (*high yield*), como muestra el gráfico 4.

GRÁFICO 4. Evolución emisiones brutas de bonos «high yield». Países desarrollados. (En millones).

Fuente: Dealogic.

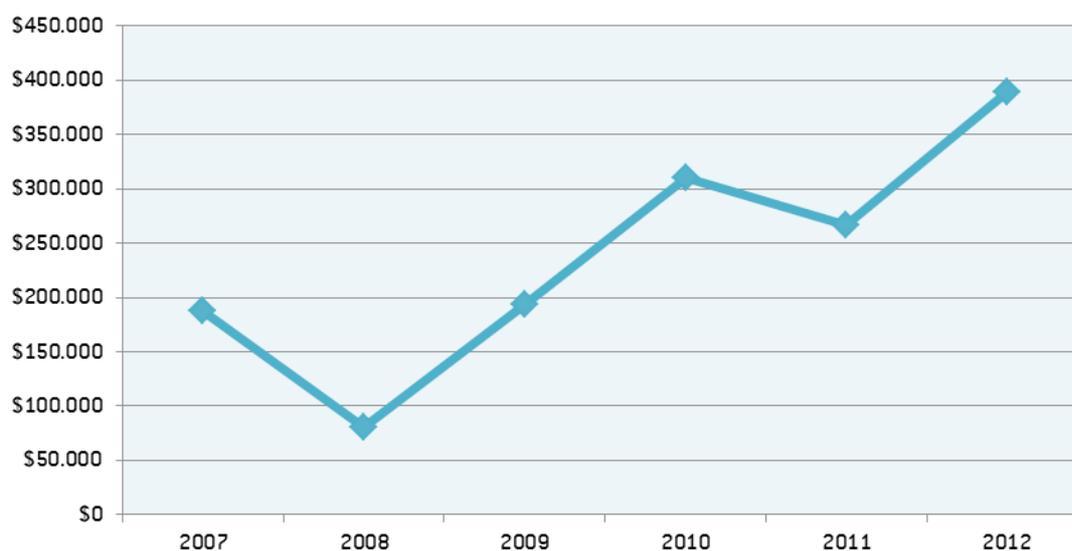
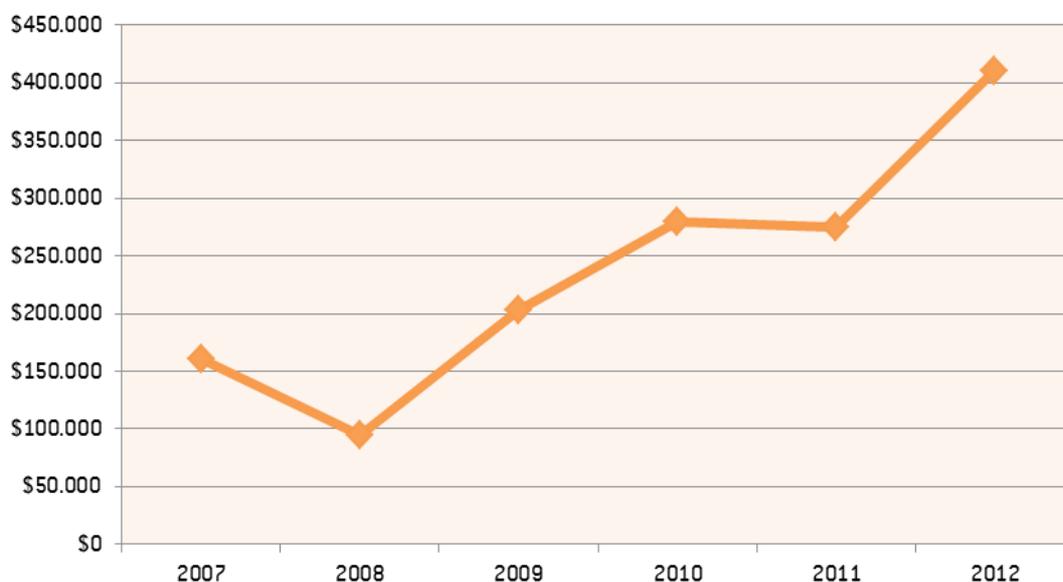


GRÁFICO 5. Evolución emisiones brutas de bonos. Economías emergentes. (En millones).

Fuente: Dealogic.



Por países, las economías emergentes mostraron un mayor dinamismo en sus emisiones de deuda, tanto soberana como privada, como se observa en el gráfico 5. Estas diferencias por segmentos y países tienen su origen en la búsqueda de la rentabilidad por parte de los inversores internacionales, especialmente en la segunda mitad del año, que ha favorecido a segmentos clasificados como de riesgo elevado (como por ejemplo, la deuda en bonos de alto rendimiento), en detrimento de activos considerados tradicionalmente como seguros. Así, si antes de la crisis financiera internacional y con tipos de interés más altos en el mundo desarrollado las emisiones brutas de bonos de alto rendimiento de economías desarrolladas y de economías emergentes no alcanzaban los 200.000 millones de dólares ninguna de ambas, en 2012 duplicaron esa cifra alcanzando las emisiones brutas de bonos *high yield* de economías desarrolladas los 389.000 millones de dólares y las emisiones brutas soberanas emergentes los 410.000 millones de dólares.

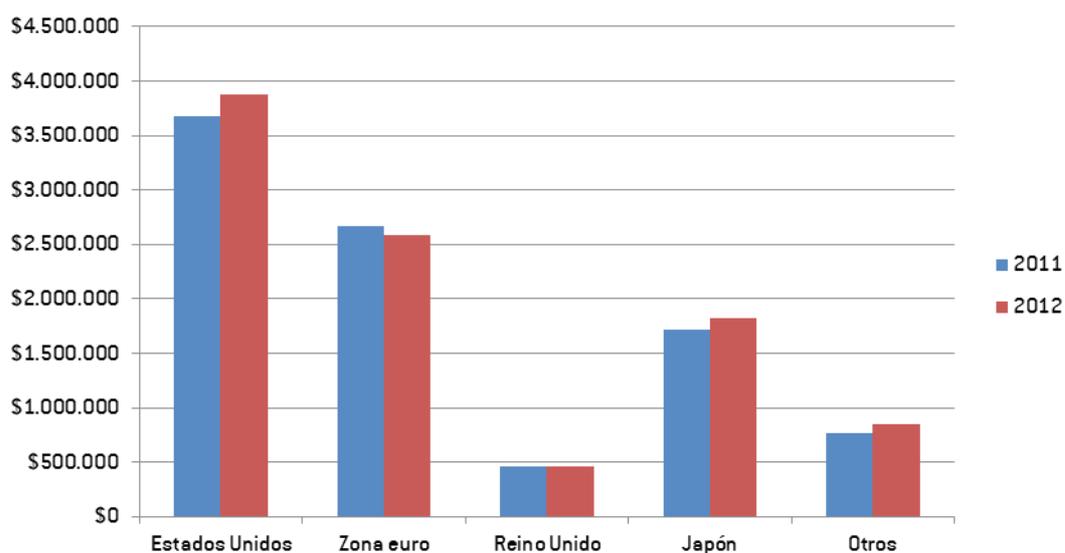
Resulta destacable el hecho de que en las economías emergentes el dinamismo fue incluso mayor que en las desarrolladas. Así, en 2012 las emisiones provenientes de economías emergentes aumentaron en un 52% respecto a las de 2011, hasta alcanzar los 418.000 millones de dólares. Esta cifra, todavía muy inferior al volumen total de las economías desarrolladas, supera su máximo histórico anual registrado en 2010 en más de 100.000 millones de dólares. Por región, las mayores colocaciones se produjeron en Asia, con más de 140.000 millones. Por sectores, los bancos (en especial, los asiáticos), fueron las empresas más beneficiadas por la búsqueda de rentabilidades, sobre todo en el segundo semestre del año, copando el 26% del total emitido en los países emergentes. Por *rating*, y a diferencia de las economías desarrolladas, esta recuperación se apoyó en las empresas mejor calificadas. De hecho, el *rating* medio de las operaciones en 2012 se situó

en BBB+, es decir, un escalón por encima del promedio de 2011. Por denominación de deuda, se produjo cierta ralentización en las emisiones en moneda local en relación con las denominadas en moneda extranjera. En este sentido, no debemos olvidar que una elevada exposición al tipo de cambio extranjero en la composición de la deuda puede empeorar rápidamente la posición de sostenibilidad en periodos de turbulencia financiera, en los que se producen problemas de acceso a los mercados externos y movimientos bruscos en los mercados cambiarios y de deuda, como puso bien de manifiesto la crisis del sudeste asiático a finales de los años 90.

En 2012, el total de emisiones de las economías desarrolladas en renta fija aumentó un 3%, hasta alcanzar los 9,5 billones de dólares. Por países, este incremento fue prácticamente generalizado, siendo Japón y Estados Unidos las economías más activas en emisiones, mientras que en la zona del euro disminuyeron ligeramente. En efecto, la mayor proporción de emisiones de 2012 volvió a concentrarse en Estados Unidos (40%) del total, seguida del área euro (27%), Japón (19%) y el Reino Unido (5%). El gráfico 6 recoge la evolución reciente y el peso de cada segmento en cada región del mundo:

GRÁFICO 6. Evolución reciente emisiones brutas de bonos. (En millones).

Fuente: Dealogic.



Por sectores, el sector público se mantuvo como el mayor emisor de deuda en las economías desarrolladas (68% del volumen total), con unas emisiones próximas a las de 2011, y que superaron ligeramente los 6,5 billones de dólares, como muestra el gráfico 7, siendo Japón el país desarrollado donde más aumentaron (un 5%). Esta preponderancia de las emisiones del sector público viene repitiéndose desde el inicio de la crisis.

GRÁFICO 7. Importe emisiones brutas por segmentos emisores. (En millones).

Fuente: Dealogic.

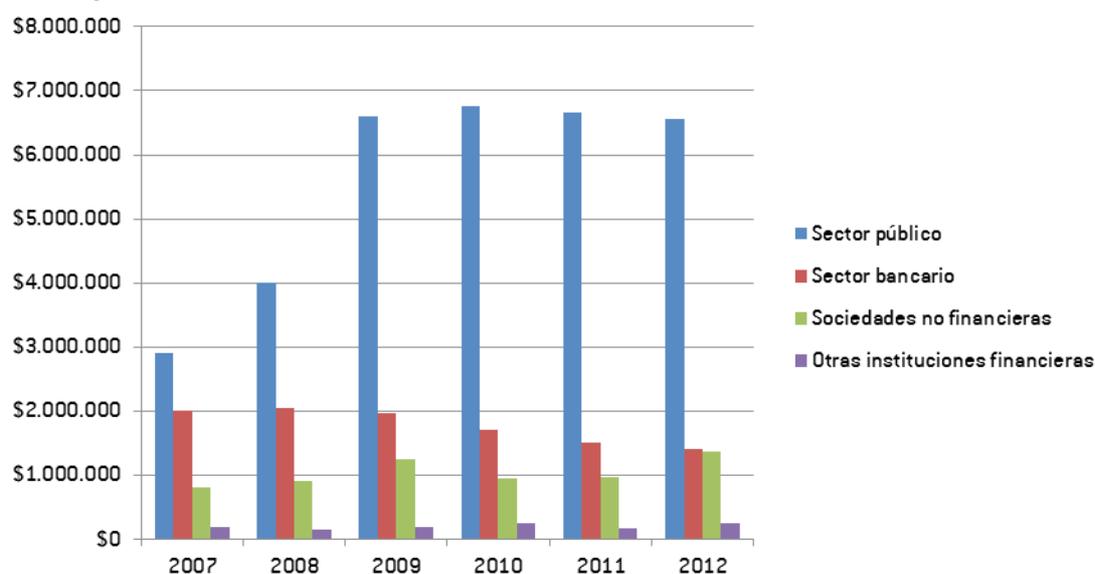
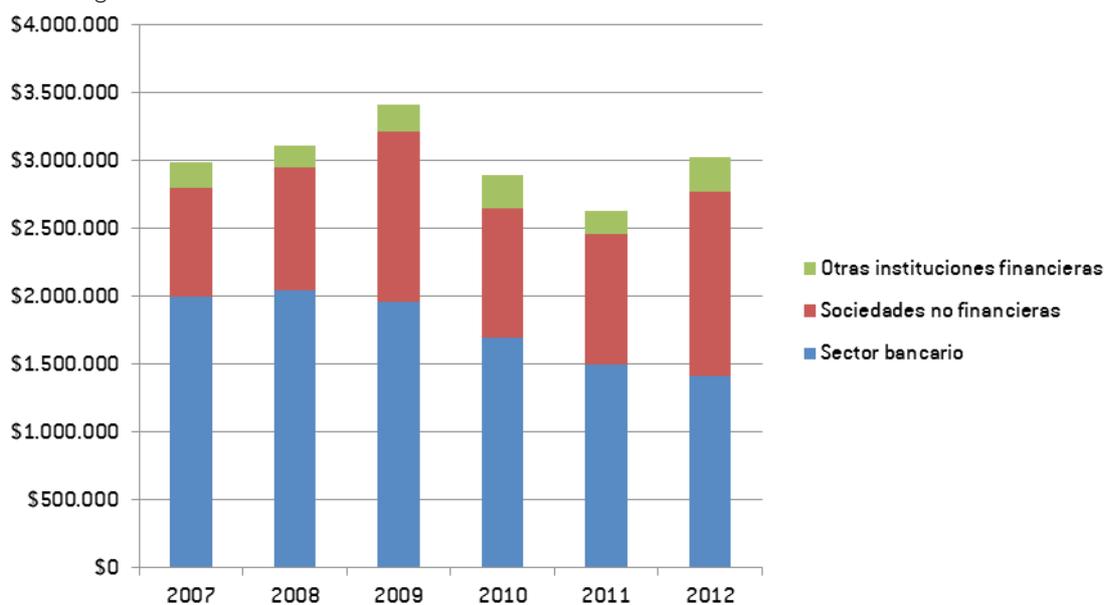


GRÁFICO 8. Evolución renta fija corporativa. Segmentos. (En millones).

Fuente: Dealogic.



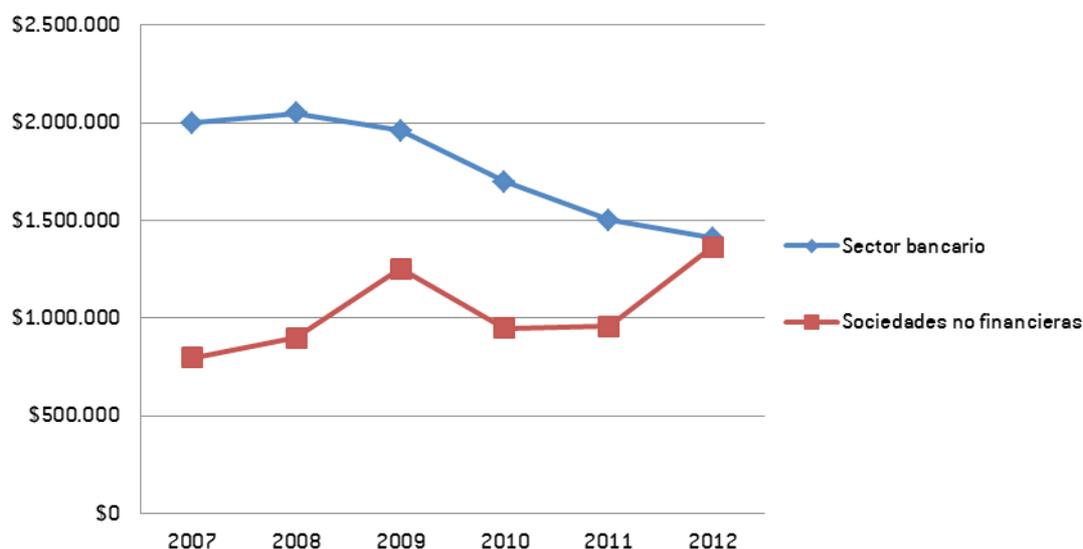
Dentro del sector privado, los bancos, por su parte y tal como refleja el gráfico 8, disminuyeron su volumen de emisión en los mercados internacionales con respecto al emitido en 2011, lo que podría venir explicado, por un lado, por unas menores necesidades de financiación de la banca en el actual proceso de desapalancamiento de sus balances y, por otro lado, por la persistencia de dificultades para financiarse, dados sus mayores costes. Por su parte, el sector que en 2012 des-

tacó por su crecimiento por encima del resto fue el de la deuda de las sociedades no financieras (SNF), que aumentó un 42% respecto a 2011, alcanzando los 1,3 billones de dólares. Por último, la categoría de “otras instituciones financieras”, que incluye los SPV (del inglés, *Special Purpose Vehicle*), esto es, sociedades instrumentales así como aseguradoras, compañías de leasing, empresas de tarjetas de crédito y compañías de *private equity*, también registró un fuerte aumento.

Es especialmente destacable, como decíamos, la actividad emisora de las SNF. De hecho, el total emitido en 2012 por las SNF de las economías desarrolladas representa el máximo histórico de la serie. Además, en 2012, por vez primera las emisiones mundiales de deuda de las SNF superaron el volumen emitido por los bancos, como muestra el gráfico 9.

GRÁFICO 9. Importe emisiones brutas. (En millones).

Fuente: Dealogic.



Este histórico giro en el peso de bancos y SNF en las emisiones de deuda globales fue generalizado por regiones, si bien fue aún más notable en el Reino Unido y en la zona euro, con sendos aumentos con respecto a 2011 del 70% y del 50%. En Estados Unidos las emisiones por parte de las SNF aumentaron un 37%.

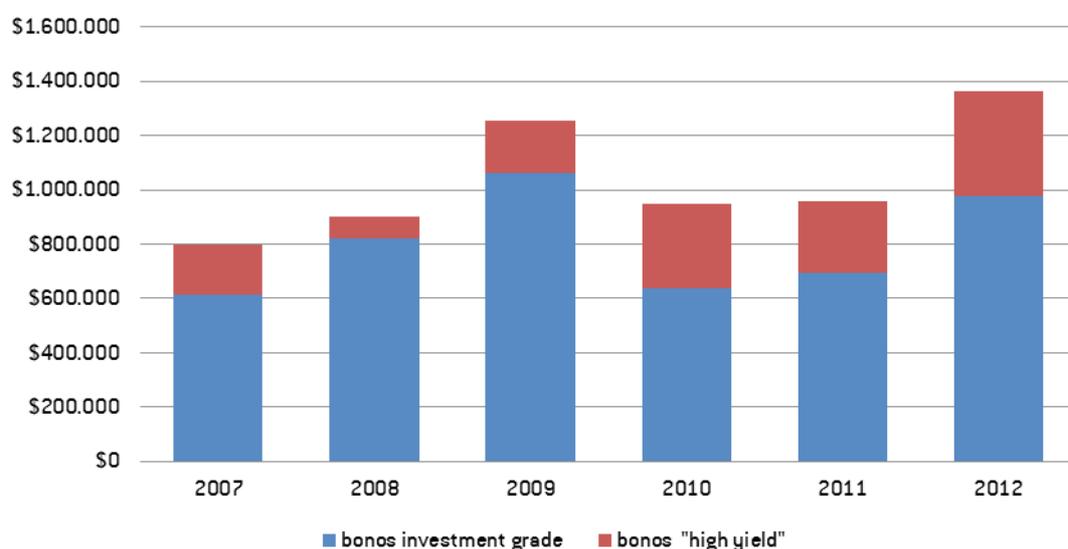
Este comportamiento tan positivo de la renta fija corporativa se explica, por el lado de los demandantes de bonos, por la percepción de menores riesgos de cola sobre la economía global, que alentó la búsqueda de rentabilidades (*search for yield*) por parte de los inversores, tal y como sugiere el hecho de que la mayor actividad se produjera en la segunda mitad de 2012. Además, por el lado de la oferta de bonos, las sociedades no financieras buscaron fuentes alternativas al crédito bancario, ante las condiciones restrictivas de acceso a éste. Esta mayor búsqueda de financiación

directa a través del mercado de las sociedades no financieras profundiza el proceso de desintermediación bancaria en aquellos países donde ya se venía produciendo con anterioridad a la crisis, como en Estados Unidos, con un modelo mucho menos dependiente de la financiación bancaria.

Atendiendo a la composición de las emisiones en renta fija corporativa, en 2012 las economías desarrolladas han aumentado la proporción de emisiones de alto rendimiento (*high yield*), en detrimento de las de grado de inversión (*investment grade*). Estas aumentaron un 46% respecto a 2011, alcanzando los 389.000 millones de dólares, por lo que representaron un 28% de las emisiones totales de las sociedades no financieras. Los elevados diferenciales de estos instrumentos con respecto a la deuda corporativa AAA (que en muchos casos es cercana a la propia deuda pública considerada como activo seguro) han propiciado su auge.

GRÁFICO 10. Sociedades no financieras. Emisiones atendiendo a la calidad crediticia. (En millones).

Fuente: Dealogic.



Por otro lado, el dinamismo de estas emisiones no ha coincidido con una mejoría similar del **riesgo de crédito**. Este último, si lo medimos por ejemplo mediante los diferenciales de los bonos corporativos frente al *swap*, no resulta significativamente menor. De hecho, estos indicadores de riesgo de crédito se sitúan aún por encima de los niveles anteriores a la crisis, lo que sugiere que la mejoría de este segmento se ha basado principalmente en criterios de rentabilidad. Finalmente, cabe destacar que el 73% del total de las emisiones en estos activos de alto rendimiento proceden de Estados Unidos, por lo que su evolución es muy dependiente de los desarrollos en este país.

El progresivo desapalancamiento financiero al que se enfrenta el sector privado afecta especialmente a la banca. Este desarrollo está produciendo cambios graduales en la composición del pasivo,

tendientes al uso de las fuentes de financiación más estables, tales como los bonos, los depósitos de minoristas o las emisiones en renta variable. El volumen emitido por el sector bancario de las economías desarrolladas se redujo en 2012 un 6% respecto a 2011, alcanzando los 1,4 billones de dólares, aunque hay diferencias importantes por país. Así mientras que en algunas economías desarrolladas la actividad descendió (especialmente en el Reino Unido y en la zona euro (-35% y -22% respecto a 2011, respectivamente), en Estados Unidos aumentó un 21% hasta casi 380.000 millones de dólares.

El primer trimestre de 2013 ha visto como ha continuado la tendencia de fuerte crecimiento de las emisiones de renta fija corporativa, especialmente en el segmento de deuda de alto rendimiento. El entorno de tipos bajos ha favorecido la demanda y el desarrollo del mercado *high yield* haciendo caer drásticamente las rentabilidades de los activos e impulsando su crecimiento.

3.2. LA LAXITUD MONETARIA DE LOS BANCOS CENTRALES

Existen dos razones fundamentales que explican, en parte, el crecimiento de las emisiones brutas de bonos corporativos de alto rendimiento y de bonos de economías emergentes:

1. La disposición a asumir más riesgos por parte de los inversores ávidos de rentabilidad.
2. La laxitud monetaria de los bancos centrales.

En el primer punto, acabamos de ver el papel tan importante que está jugando la búsqueda de rentabilidad en la elevada demanda que existe a favor de la renta corporativa *high yield* en los mercados de capitales internacionales. Existe la sensación, en gran parte del mundo financiero, de que desde el mayor compromiso adquirido por los gobiernos europeos para avanzar en el proceso de unión bancaria, el riesgo y la incertidumbre sobre el devenir de la economía mundial es menor, por lo que los inversores están dispuestos a asumir mayores riesgos para lograr una mayor rentabilidad.

Ahora bien, no sería absurdo obviar que gran parte de la demanda existente para este tipo de activos es artificial, fruto de las políticas monetarias históricamente laxas llevadas a cabo por los principales bancos centrales del mundo en aras a impulsar el crecimiento económico, especialmente la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos y el Banco de Japón. Antes de la crisis, la política monetaria tradicional consistía en usar el instrumento principal de la misma, el tipo de interés de referencia a muy corto plazo. La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) realizaba operaciones de mercado abierto mediante la compra de deuda pública en el mercado secundario para influir en el tipo interbancario y acercarlo a dicha tasa de referencia. El Banco Central Europeo (BCE), por su parte, hacía lo propio mediante subastas de fondos a corto plazo. Y de este modo, ambos bancos centrales buscaban influir sobre una serie de metas intermedias (agregados monetarios y

la curva de tipos de interés tanto en los mercados interbancarios como de deuda pública) para, en última instancia, alcanzar los objetivos últimos del banco central: empleo y/o precios. La economía mundial vivía bajo el que parecía ser el legado del buen hacer y conocimiento de los *policy-markers*: la Gran Moderación y el fin del ciclo económico. El riesgo y la incertidumbre eran bajos, lo que animaba las inversiones en renta variable por todo el mundo frente a la renta fija.

Tras la crisis, las circunstancias recientes distan mucho de ser normales. Para empezar, las tensiones financieras en el albor de la crisis truncaron el buen funcionamiento de los mercados de crédito, obligando a la mayoría de bancos centrales de las grandes economías avanzadas a desempeñar el papel de prestamista de última instancia e inyectar liquidez en el sistema bancario.

El papel de prestamista de última instancia se amplió mucho más allá de lo convencional, alcanzando límites insospechados tras el tremendo shock que supuso la quiebra de Lehman Brothers. El propósito fue reabrir los flujos de financiación en numerosas parcelas del sistema financiero. La circunstancia de que dicho sistema esté basado en los mercados de capitales en el caso de Estados Unidos, mientras que el de la eurozona está más centrado en los bancos, es la razón primera de que los programas de la Fed se dirigieran a intervenir directamente en los mercados y los del BCE a proporcionar liquidez a los bancos. Se ha acumulado una amplia evidencia empírica sobre el alto grado de eficacia de los distintos programas que la Fed llevó a cabo, entre otros el CPFF (para el mercado de papel comercial), el PDCF (para primary dealers), el MMIFF (para fondos monetarios) y el TALF (para el mercado de titulizaciones). Por su parte, el BCE también actuó con determinación y celeridad: modificó el procedimiento de suministro de liquidez a los bancos para hacerlo ilimitado, extendiendo los plazos y relajando los requisitos de garantía. Estas actuaciones evitaron la debacle que hubiera supuesto una eventual cadena de colapsos de entidades, fruto del bloqueo de los mercados mayoristas y/o del pánico de los depositantes.

Por otra parte, la magnitud y duración de la crisis llevaron a los bancos centrales a situar el tipo de interés oficial en prácticamente cero, cerrando la posibilidad de mayores estímulos por esa vía y evidenciando las limitaciones de dicho instrumento como única herramienta de política monetaria. Es lo que se conoce como trampa de la liquidez, circunstancia en la que la política monetaria convencional pierde su capacidad para influir sobre el ciclo económico.

El gráfico 11 recoge dicho fenómeno económico. Una expansión de la oferta monetaria ya no afecta al tipo de interés nominal al ser la demanda de dinero totalmente elástica.

GRÁFICO 11. Tipo de interés nominal

Fuente: BCE, Fed, Banco de Japón y Banco de Inglaterra.

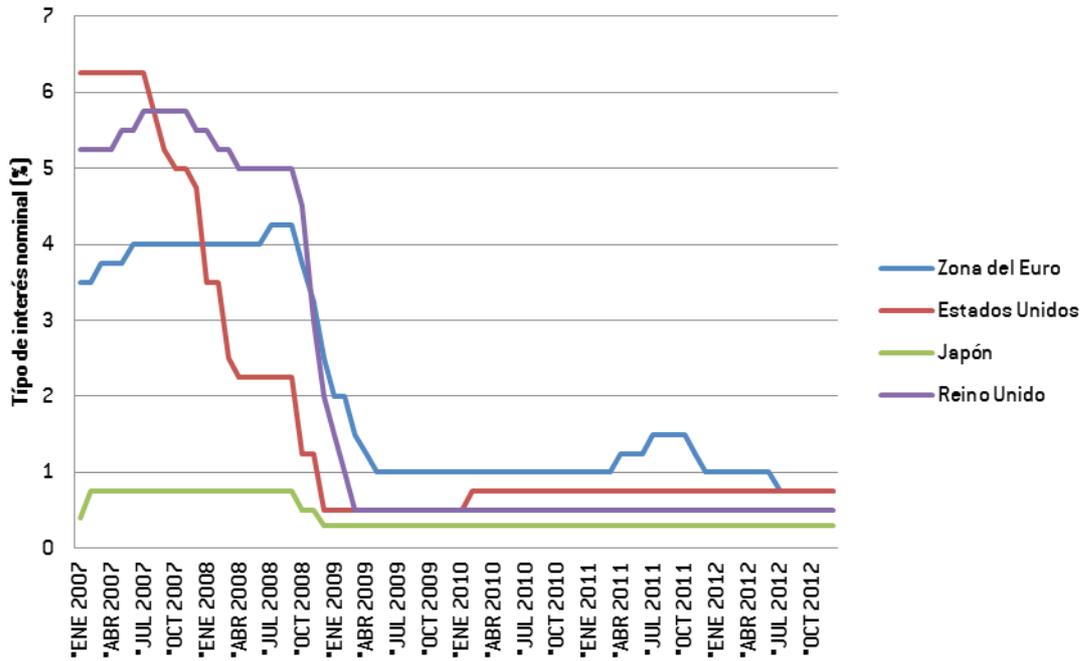
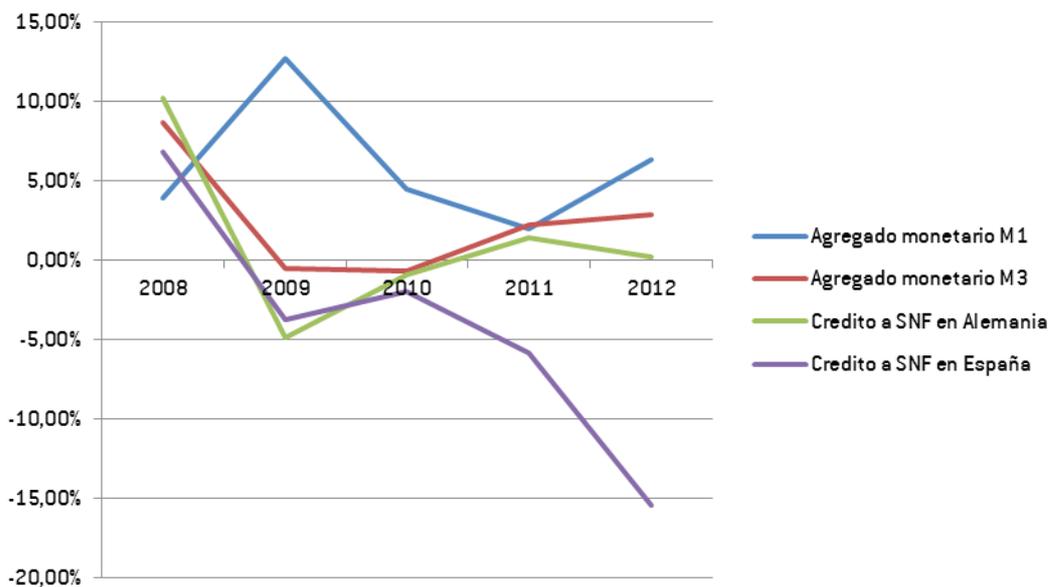


GRÁFICO 12. Evolución de los agregados monetarios y crédito a las sociedades no financieras.

Fuente: BCE.



A dicha trampa hay que añadirle otro grave problema: la rotura del canal de transmisión entre los instrumentos operativos y las mencionadas metas intermedias. Ni las masivas inyecciones de

liquidez ni la laxitud de la política monetaria han conseguido destrabar dicho canal debido, en gran medida, a la persistencia de la disfunción en los mercados de crédito. El gráfico 12 recoge la incapacidad de los agregados monetarios en la zona euro para evitar el *credit crunch*. Ello se atribuye, a su vez, a las dificultades del sistema financiero; la aversión al riesgo; unas expectativas económicas futuras excesivamente pesimistas; y a la necesidad del sector privado de desendeudarse, a lo que hay que añadir, en el caso europeo, el riesgo de convertibilidad. Sin una fluidez adecuada de dicho canal, las medidas de política monetaria dejan de influir lo suficiente sobre sus objetivos finales; explicando, en parte, por qué las contundentes rebajas del tipo de interés a corto plazo no han surtido un mayor impacto sobre la actividad económica.

Respecto a la compra, a niveles sin precedentes, por parte del banco central, de un amplio rango de activos financieros. Estados Unidos ya lleva tres rondas de lo que se ha rebautizado como «*Quantitative Easing*» (QE), adquiriendo deuda pública y privada por un valor superior a los 2,4 billones de dólares. El Banco de Inglaterra (BoE) también ha optado generosamente por el QE, con un desembolso acumulado en torno a los 375.000 millones de libras. El BCE, por su parte, lleva comprada deuda pública y privada por un valor cercano a los 300.000 millones de euros.

Como resultado, el balance de los principales bancos centrales se ha expandido y modificado significativamente. En relación con su tamaño pre-crisis, el del Banco de Inglaterra ha sido el que más ha aumentado, más que triplicando sus activos. Le sigue la Reserva Federal, que los ha multiplicado por tres, mientras que el BCE los ha duplicado. Y si bien comparten su apuesta por los nuevos instrumentos, las actuaciones de dichos bancos centrales revelan, asimismo, diferencias significativas. En tanto que los dos primeros implantaron aceleradamente la política de QE, el BCE lo hizo de forma mucho más gradual y moderada, recurriendo, en un principio, a instrumentos de los que ya disponía incluso antes de la crisis.

La razón de ser de ambas estrategias anteriormente mencionadas (políticas de ampliación de balance y estrategias directas de inflación vía afectación del tipo de interés) al que habría que añadir las importantes políticas de comunicación, se apoya en el siguiente argumento: el tipo de interés que determina realmente las decisiones de gasto es el tipo de interés real (tipo nominal menos expectativas de inflación) a largo plazo. Por lo tanto, aun con el tipo de interés nominal a corto en cero, la política monetaria dispondría de margen para influir sobre la demanda agregada (y por ende, en precios y empleo) vía expectativas de inflación o vía tipo nominal a largo plazo. Un modo de lograr reducir el tipo de interés real es elevar las expectativas de inflación a través de una conducta marcadamente expansiva, comprometiéndose, de forma creíble, a mantener el tipo interés nominal bajo en el futuro, mediante el anuncio de un objetivo de inflación suficientemente elevado durante un periodo prolongado de tiempo, o bien, reforzando ese compromiso inflacionista (en un primer momento poco creíble), con una fuerte expansión del balance del banco central que, en cierta medida, le maniate, en el futuro. Esto es, la autoridad monetaria debe comprometerse a ser irresponsable y a resultar creíble.

Por otro lado, una mayor minuciosidad de comunicación pretende modificar las expectativas del mercado para que confíen en que las tasas de interés prevalecerán bajas durante un periodo prolongado, lo que ayuda a reducir los tipos de interés reales a largo plazo. A modo de ejemplo, cuando la Reserva Federal anunció en agosto de 2011 que mantendría los tipos oficiales bajos hasta mediados de 2013, el mercado reaccionó con una bajada de la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años de 20 puntos básicos –un efecto equivalente al que hubiera resultado de una rebaja del tipo de interés de referencia de 75 puntos básicos.

La Reserva Federal ha ejecutado diversas rondas de compras de bonos del Tesoro y de las agencias hipotecarias, encaminadas a presionar al alza sus cotizaciones y esperando que el impacto alcista se transmita, a través de distintos canales, a los precios del resto de activos financieros (bonos corporativos, acciones, monedas extranjeras, etc.), promoviendo así la relajación de las condiciones financieras para el conjunto de agentes económicos, lo que a su vez debería incidir favorablemente sobre la economía real. La evidencia empírica muestra que estos efectos se han producido. En concreto, se estima que la intervención de la Reserva Federal ha reducido las rentabilidades de la deuda a medio y largo plazo en un rango comprendido entre los 70 y los 150 puntos básicos. Si bien las estimaciones son estadísticamente significativas, hay que tener presente que existen otros factores que han presionado las rentabilidades a la baja –como la aversión al riesgo de los inversores– muy difíciles de controlar a la hora de realizar los cálculos. Estos análisis también ponen de manifiesto que se ha producido un contagio positivo hacia otros activos de riesgo, principalmente los bonos corporativos y los índices bursátiles.

Las recientes decisiones de política monetaria por parte del BCE se transmitieron con éxito a los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios de los países centrales de la UEM (Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria), así como al resto de mercados, logrando un descenso generalizado de los costes de financiación de las empresas y del Estado, tal y como muestra el gráfico 13. El gráfico muestra la impresionante fragmentación que ha sufrido la eurozona.

Por el contrario, en los países periféricos, incluido España, ese canal de transmisión de la política monetaria ha sido efectivo para rebajar el coste de financiación del Estado (4,28% a finales de abril, frente al 7% registrado puntualmente en el verano de 2012, como se observa en el gráfico 14) pero no en la financiación de las empresas, asfixiadas por la falta de financiación. Pese al descenso de más de 200 pb en el diferencial de rentabilidad frente a Alemania, la prima de riesgo permanece por encima de los 300 pb, tal como ha venido haciendo durante todo el periodo reciente. Todo ello se recoge en el gráfico 12, donde se observa con gran claridad la impresionante fragmentación acontecida en la zona euro.

El nivel y evolución de la prima de riesgo condiciona también la disponibilidad y coste de la financiación ajena para los agentes privados. Desde los meses de junio-julio de 2012, el acceso de estos últimos a los mercados mayoristas también ha registrado una clara mejoría. No obstante, nuevamente aquí, los costes de financiación vía valores (aproximados por las primas de los CDS) permanecían significativamente por encima de los observados en el conjunto de la UEM.

GRÁFICO 13. Fragmentación de la zona euro. Diferencias en la rentabilidad del bono a 10 años.

Fuente: Banco Central Europeo.

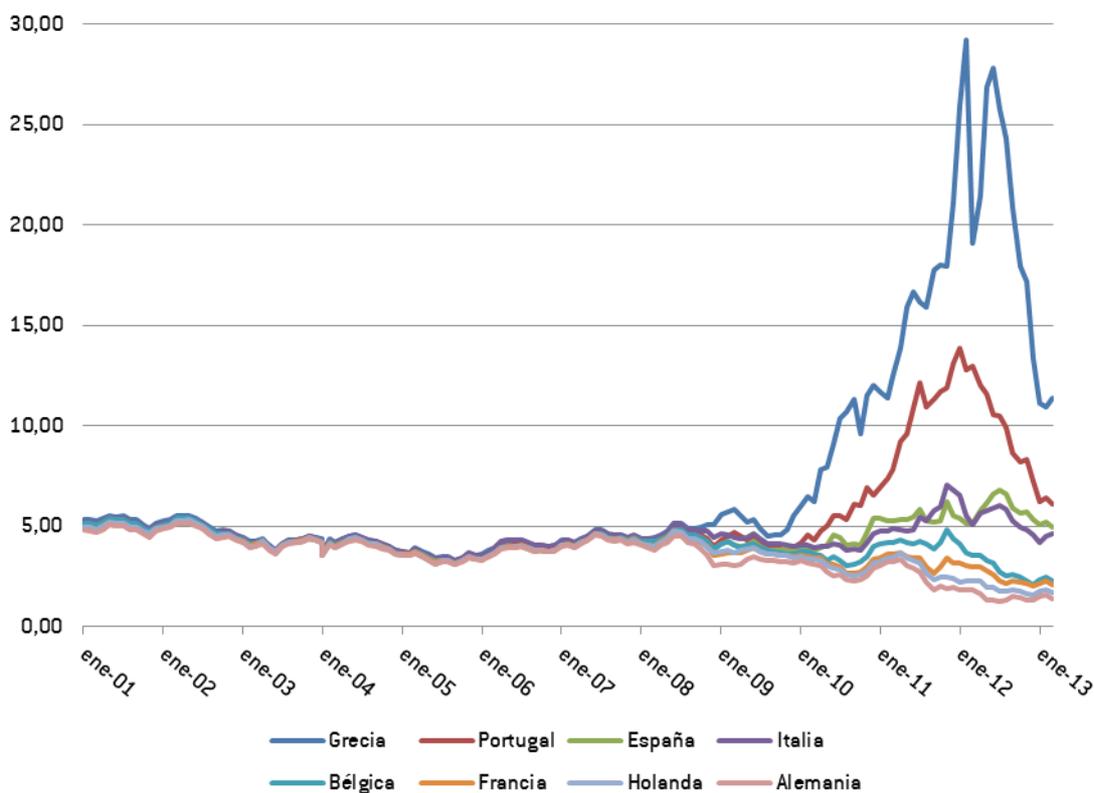
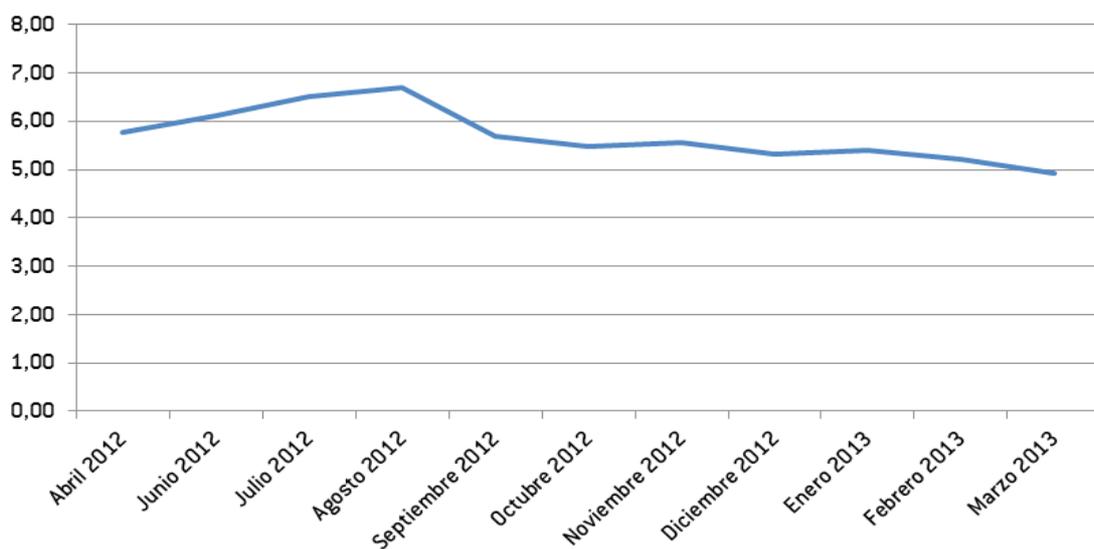


GRÁFICO 14. Evolución rentabilidad del Bono español a 10 años.

Fuente: Tesoro Público

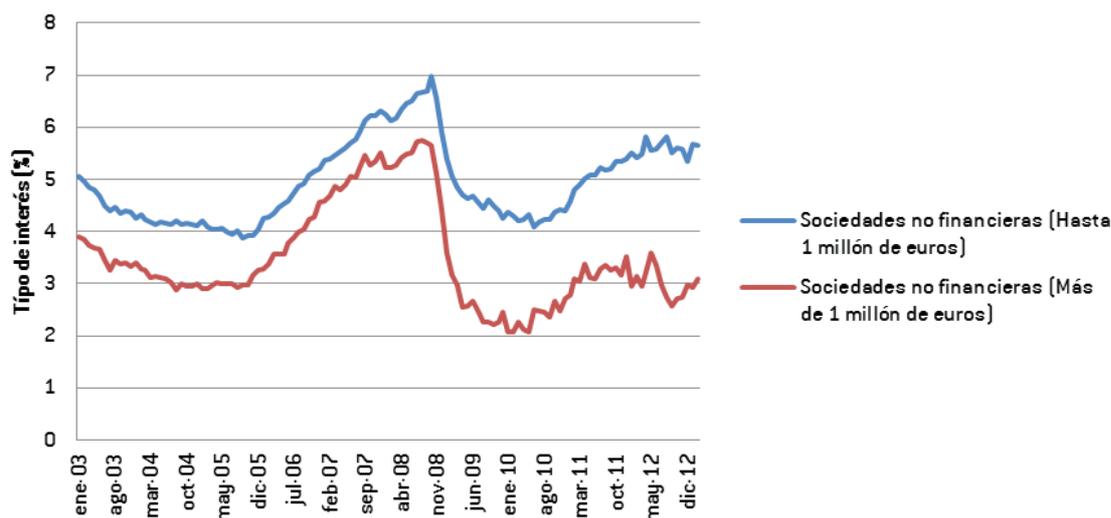


La conclusión anterior se refuerza aún más cuando se analiza el coste de la financiación de los hogares y de las sociedades no financieras en España vía préstamos bancarios, que son la principal fuente de recursos ajenos para dichos agentes en nuestro país. La financiación para Pymes (préstamos concedidos a empresas por un valor inferior a 250.000 euros) se ha elevado 75pb por encima de tipos de interés medios aplicados en agosto de 2012.

Los factores explicativos de esta falta de traslación (o traslación incompleta) de los impulsos monetarios expansivos en nuestro país (así como en otros, afectados también por las tensiones financieras recientes) reflejan, lógicamente, la situación cíclica más desfavorable de la economía española, que justifica unas primas de riesgo algo más elevadas. Un indicio de ello es el hecho de que el comportamiento diferencial observado sea particularmente marcado en aquellas operaciones más arriesgadas (por tener una probabilidad de impago en general más elevada y no contar habitualmente con garantías), como son los préstamos al consumo y a las pymes. No obstante, las diferencias observadas son de una magnitud muy importante y difícilmente pueden justificarse exclusivamente por divergencias cíclicas. La crisis financiera ha desencadenado una fragmentación pronunciada del sistema financiero de la UEM que ha afectado singularmente a las entidades bancarias de los distintos países, cuyos costes de financiación han tendido a alinearse fuertemente con la evolución de los riesgos soberanos con relativa independencia de la situación individual de cada una de ellas. Esto se ha traducido en unos costes de financiación para los bancos (y, por tanto, para los agentes privados que estos financian) que resultan demasiado elevados para el tono de la política monetaria única en aquellas economías que, como la española, han sido más afectadas por las tensiones financieras, tal y como muestra el gráfico 15.

GRÁFICO 15. Encarecimiento de la financiación de las empresas.

Fuente: Banco de España.



En definitiva, los inversores pueden encontrar en la renta fija corporativa española oportunidades de inversión muy atractivas por una elevada rentabilidad que no se corresponde con un riesgo tan alto como algunos indicadores podrían indicar, fruto de la importante fragmentación del sistema financiero de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

La reciente intervención del Banco de Japón, inyectando liquidez en un claro movimiento por poner fin a la deflación, devaluar el tipo de cambio y exportar el exceso de ahorro que encuentra reducidas oportunidades de inversión en activos nacionales, activará aún más los mercados europeos de deuda. Los destinos más probables del ahorro japonés son, además de la deuda estadounidense, la alemana y la francesa, pero la demanda de deuda periférica, entre ella la española, también podría verse incrementada. Por último, la demanda de activos de renta fija corporativa también podría ser del interés de los inversores japoneses.

4. LA CONFIANZA INVERSORA REGRESA A LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Existen varios indicadores que permiten concluir que la confianza inversora ha vuelto a la economía española. El primero de ellos es el incremento en el peso de la deuda pública en manos de no residentes.

En efecto, el gráfico 16 recoge el incremento del peso de de la deuda pública en manos de no residentes de la segunda mitad de 2012, tras la continua caída en el peso de la deuda pública en poder de no residentes desde 2007, cuando llegó a superar el 50% del total de deuda en circulación. Se trata de otro indicador positivo de que vuelve la confianza a la economía española.

Más allá de la política monetaria descrita en el epígrafe anterior, que condiciona sin lugar a dudas la situación macroeconómica actual, y de una política fiscal muy contractiva, la economía española se enfrenta a un grave problema de crecimiento. Como recoge el gráfico 17, la sostenibilidad de la deuda pública española no es viable si se mantiene la actual diferencia entre el crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés. El gráfico también permite observar que no se trata tanto de un problema de incremento en el coste de la financiación (que existe y se debe trabajar en aras a reducirlo) como de fuerte caída en la capacidad de crecer de la economía española.

GRÁFICO 16. Peso de la deuda pública en poder de sectores residentes y no residentes.

Fuente: Banco de España.

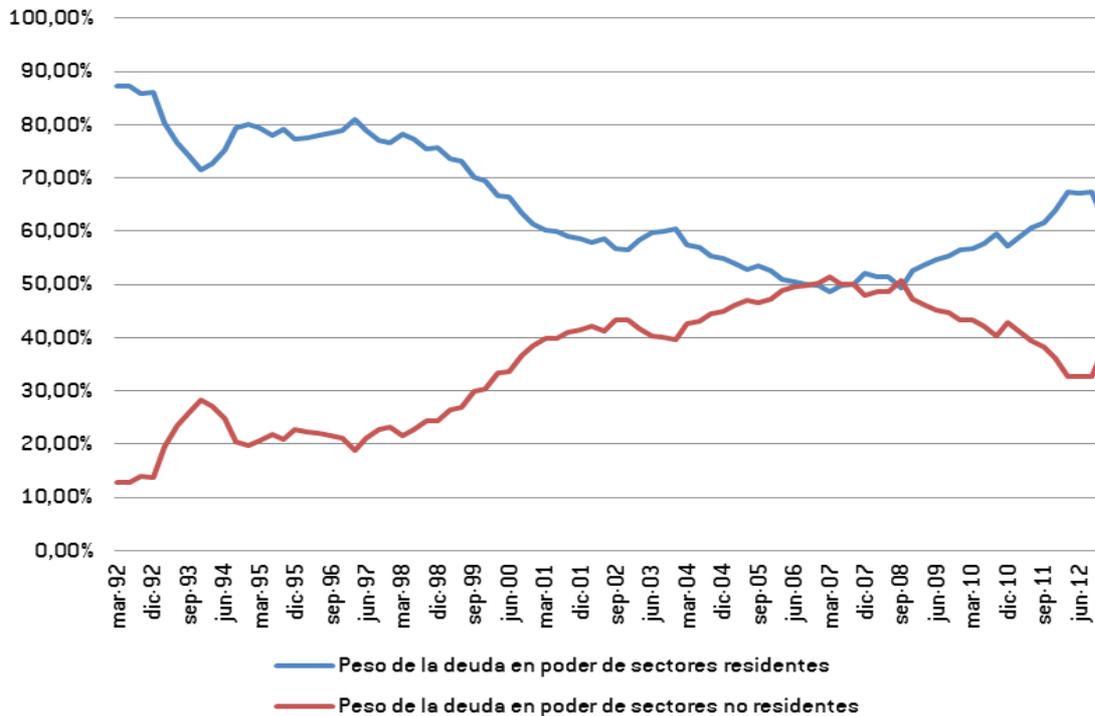
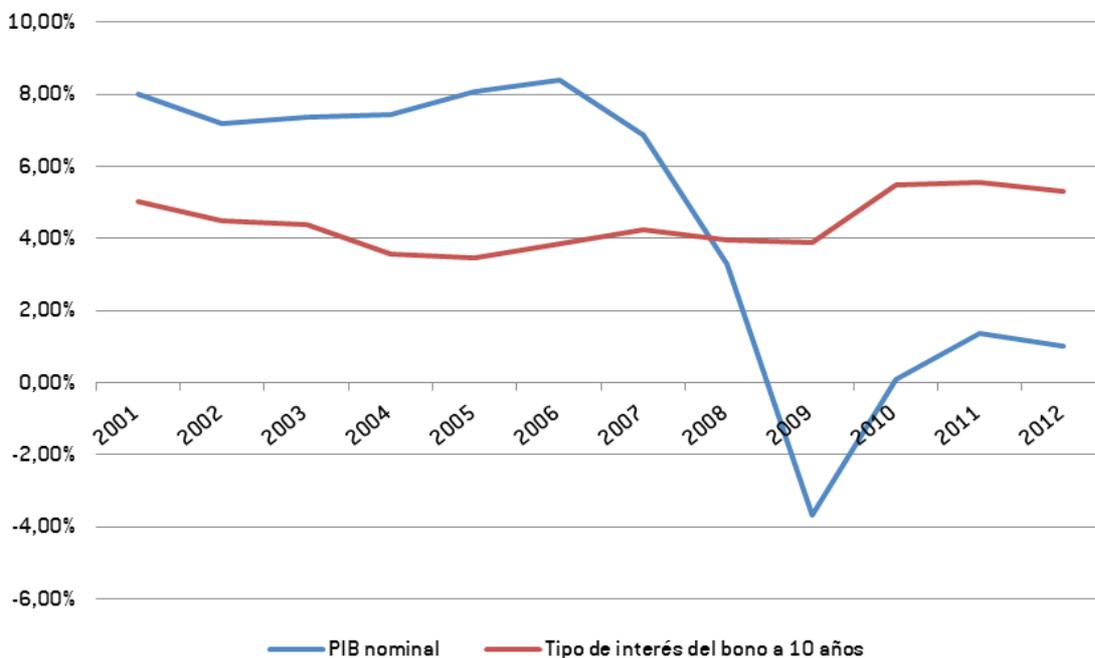


GRÁFICO 17. Variación del PIB nominal y el tipo de interés del bono a 10 años.

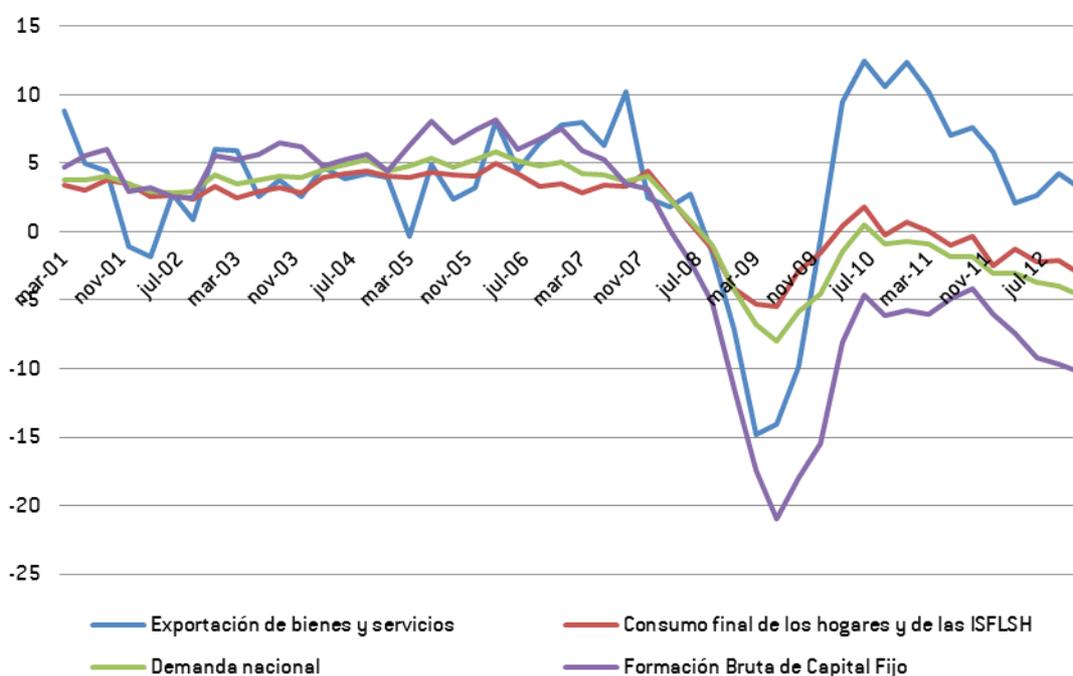
Fuente: Banco de España.



El desglose de esa incapacidad de generar actividad, empleo y crecimiento económico se observa con más detalle en el gráfico 18. Se aprecia como en 2013 la tendencia es que se ralenticen o decrezcan las exportaciones, el consumo y la formación bruta de capital fijo o inversión. La salida de la crisis pasa por crear incentivos y mecanismos (entre ellos dotar a las empresas españolas de alternativas de financiación) que permitan romper este círculo vicioso de menor inversión, menor consumo, menor crecimiento, mayor desempleo, al que ahora, y dada nuestra enorme dependencia comercial con Europa, se añade la recesión prevista para la zona del euro en 2013 que forzara la ralentización en el crecimiento de nuestras exportaciones.

GRÁFICO 18. Variación de la Formación Bruta de Capital Fijo, exportaciones, consumo y demandada nacional.

Fuente: Banco de España.



Ante este diagnóstico de ausencia de crecimiento económico y fuerte caída de la demanda interna para 2013, se vuelve fundamental permitir que las empresas, primero, dispongan de financiación, y, segundo, lo hagan a tipos de interés razonables y más próximos a los tipos de interés a los que pueden financiarse las empresas del centro de Europa.

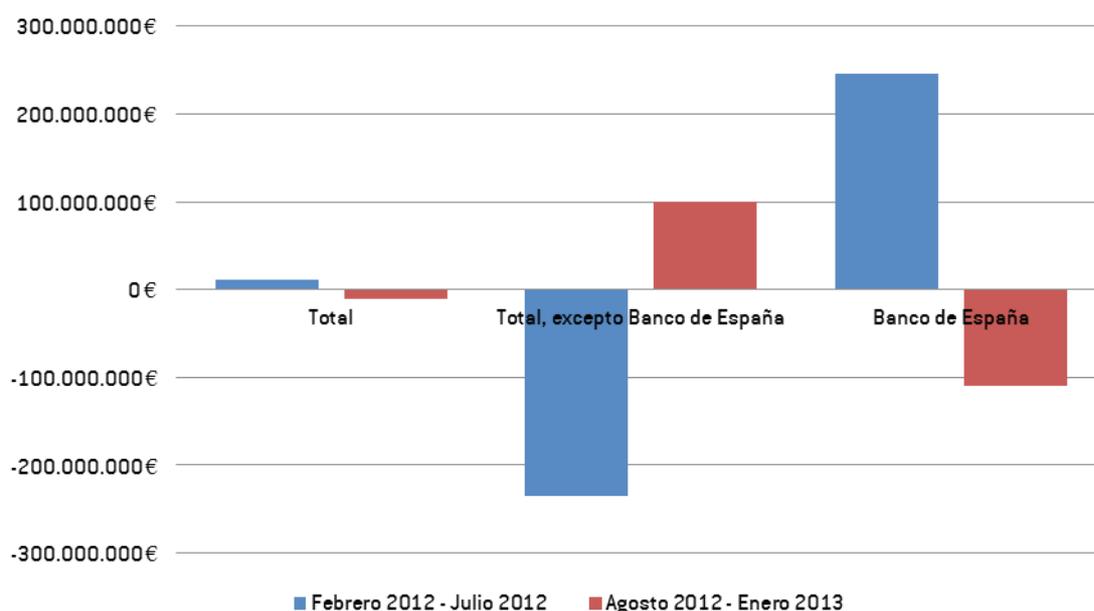
Profundizamos, a continuación, en tres aspectos que nos parecen clave: la vuelta de capitales a la economía española, la fortaleza de la Inversión Extranjera Directa (IED) en medio de una recesión sin precedentes (principal muestra de la confianza en las empresas españolas, en su calidad crediticia y en la competitividad de la economía española) y, por último, el riesgo de que la inversión española en el exterior no se reactive por falta de capacidad financiera de las empresas españolas.

4.1. ESPAÑA REGISTRA ENTRADAS NETAS DE CAPITAL EN LOS ÚLTIMOS SEIS MESES.

La economía española, tras vivir la mayor huida de capitales de su historia, ha vuelto a encontrar la confianza de los inversores extranjeros. Como muestra el gráfico 19, en los últimos seis meses la entrada de capitales alcanza los 100.000 millones de euros, frente a la salida del periodo febrero-julio de 2012 en que salieron más de 200.000 millones de euros de España. Sólo la intervención del BCE evitó el colapso de la economía española.

GRÁFICO 19. Cuenta Financiera (VNP-VNA).

Fuente: Banco de España.



El gráfico 20 muestra más en detalle como la entrada de capitales es genérica aumentando tanto las inversiones directas, como las inversiones en cartera y la partida “otras inversiones” en el periodo agosto 2012-enero 2013.

Finalmente, el gráfico 21 permite observar con claridad la histórica salida de capitales que tuvo lugar en la economía española en 2012. También evidencia la capacidad de la economía española para volver a captar capital e inversiones del exterior, hecho fundamental para impulsar el crecimiento económico de la economía española.

GRÁFICO 20. Detalle de la cuenta financiera, excepto Banco de España.

Fuente: Banco de España.

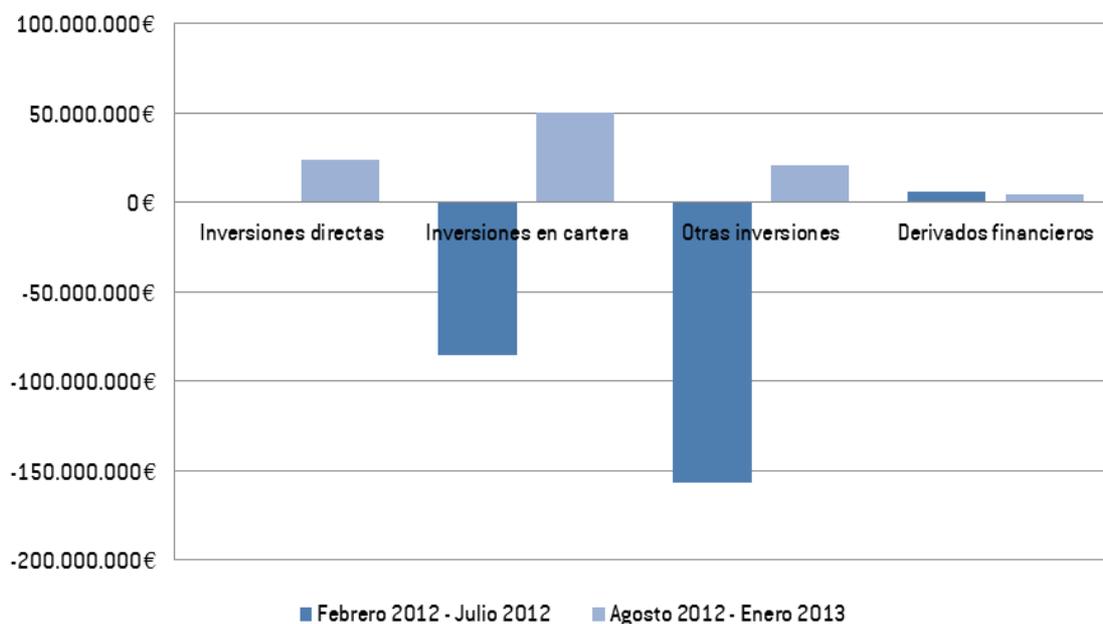
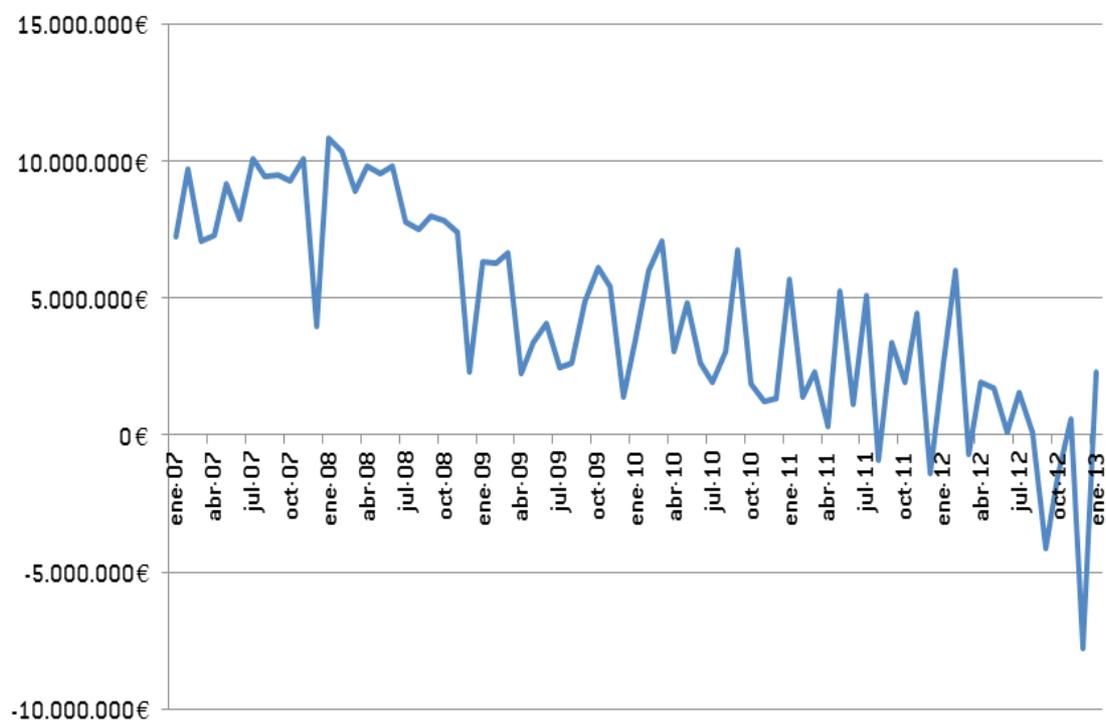


GRÁFICO 21. BP. Cuenta financiera

Fuente: Banco de España.



4.2. ESPAÑA: PAÍS ATRACTIVO PARA INVERTIR A PESAR DE UNA CRISIS DE DIMENSIONES HISTÓRICAS.

Las inversiones en cartera no sólo dependen de los diferenciales de rentabilidad entre activos de distintas regiones geográficas, sino también de las expectativas de crecimiento y de aumento de la competitividad de las empresas de un país, pues ello permite reducir su riesgo de crédito. En este sentido, un indicador idóneo para medir el sentimiento de los inversores hacia las posibilidades futuras de las empresas de un país es el volumen de inversión directa extranjera (IED) recibido por una nación.

Con el objetivo de conocer y medir el atractivo de España para la inversión extranjera directa, es necesario identificar y precisar los componentes y factores específicos de dicho atractivo para los inversores extranjeros.

De acuerdo a la Dirección General de Comercio e Inversiones, se trata de inversiones llevadas a cabo por no residentes que supongan lo siguiente:

- Participaciones en sociedades españolas no cotizadas.
- Participación superior al 10% en sociedades españolas cotizadas.
- Constitución o ampliación de dotación de sucursales de empresas extranjeras.
- Otras formas de inversión en entidades o contratos registrados en España (fundaciones, cooperativas, agrupaciones de interés económico) en las que el capital invertido sea superior a 3.005.060,52€.

La inversión extranjera directa (IED) representó el 12,8% del PIB acumulado entre 2008 y 2011, según datos de la Dirección General de Comercio e Inversiones. Tras exponer estas cifras, no hay duda del importante papel que la recepción de esta inversión juega en nuestro país.

Sin embargo, la grave situación por la que atraviesa la economía española junto con el elevado número de participantes que se están incorporando a esta carrera por atraer inversores alrededor del mundo suponen barreras y desafíos para nuestro país. Pues bien, a pesar de sufrir la mayor crisis económica y financiera de su historia en los últimos años, el periodo 2008 - 2012 ha conseguido atraer más capital que el quinquenio anterior, tal y como recoge el gráfico 22.

GRÁFICO 22. Inversión extranjera en España (IED).

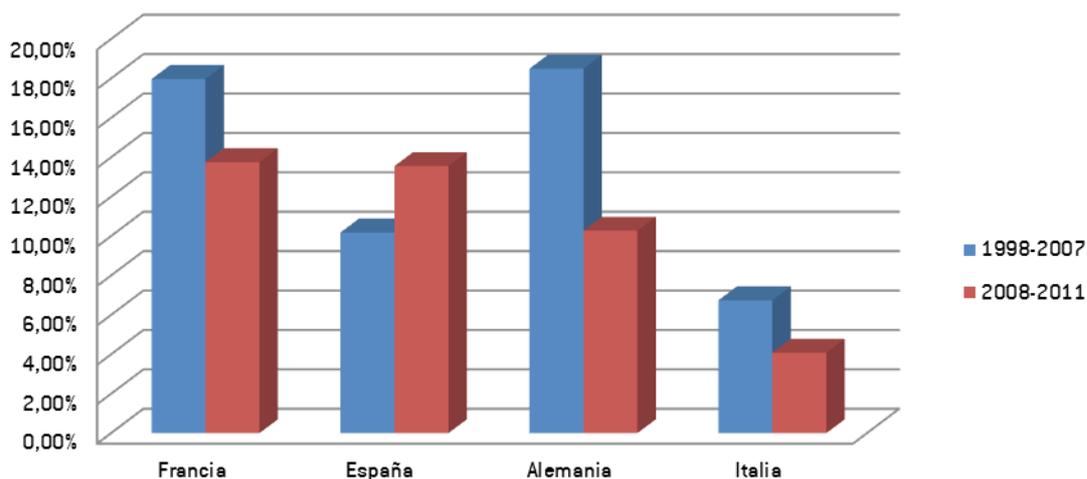
Fuente: Datainvox.



En efecto, esta situación no parece haber afectado a la inversión que España recibe, puesto que en los últimos cinco años la inversión recibida ha sido mayor que en el periodo anterior, pese a este turbulento contexto, lo que demuestra el potente atractivo, la confianza y el potencial de crecimiento de la economía española. En 2011, en plena crisis financiera, las empresas españolas son las que más inversión recibieron por parte de los fondos soberanos, por delante de cualquier otro país de Europa. “España Sociedad Anónima” se coloca así por delante de Francia, Reino Unido o Alemania. Como se observa en el gráfico 23, la economía española se sitúa a la cabeza de de las economías europeas en volumen de inversión recibida en el periodo 2008-2011, casi al mismo nivel que Francia, y muy por encima de Alemania e Italia.

GRÁFICO 23. Peso de la inversión extranjera en la zona euro.

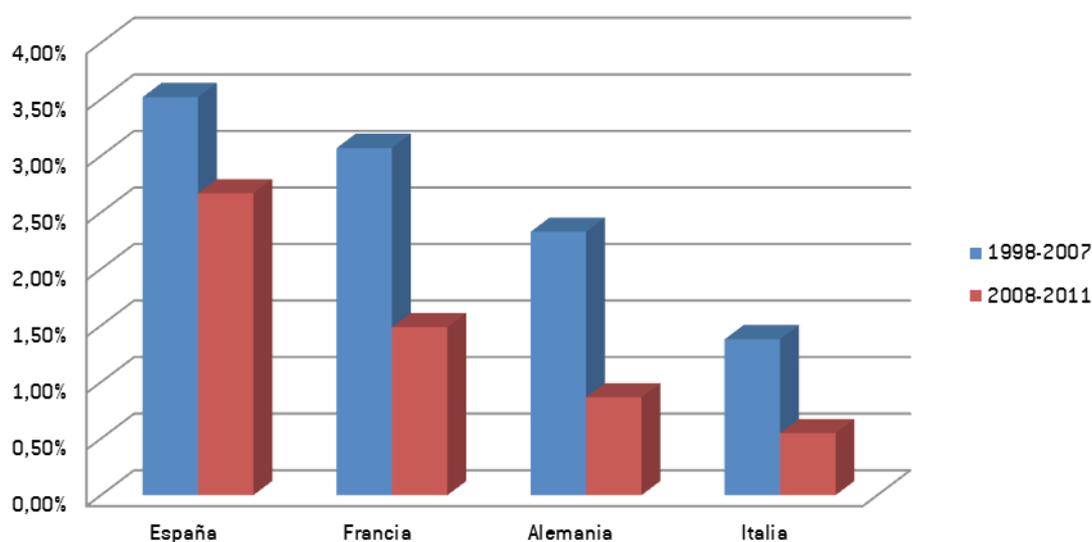
Fuente: UNCTAD.



Ahora bien, cuando se pone en relación el volumen de inversión recibida con el tamaño de la economía española, las empresas españolas aparecen como líderes indiscutibles de las principales economías de la zona del euro en volumen de inversión extranjera recibida, alcanzado el 2,67% del PIB, casi el doble que la inversión en relación al PIB recibida por Francia en esos cuatro años y el triple que Alemania.

GRÁFICO 24. Inversión extranjera directa sobre el PIB.

Fuente: UNCTAD y Banco Mundial.



En Europa, España es, de hecho, el cuarto país del continente que más proyectos de inversión extranjera directa (IED) ha recibido a lo largo del año 2011, según la consultora Ernst & Young.

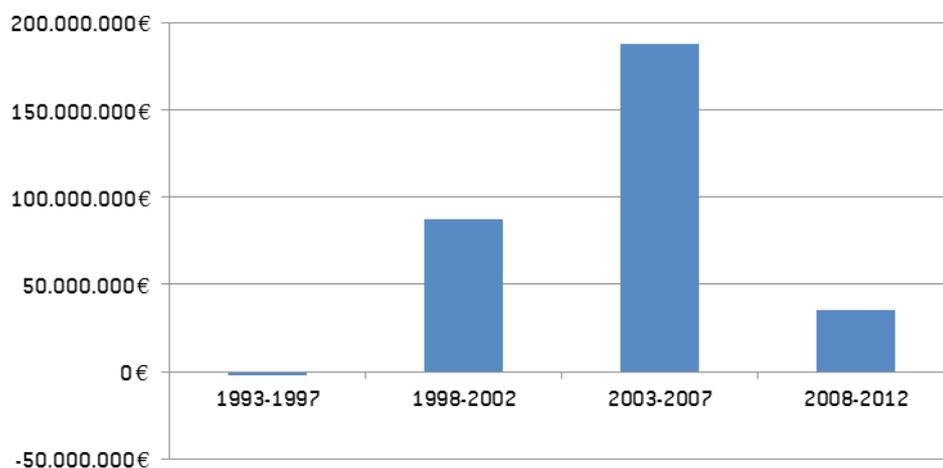
Los datos españoles, del Registro de Inversiones Exteriores del Ministerio de Economía y Competitividad, también ratifican esta tendencia, aunque más pronunciada: España recibió a lo largo del año 2011 un total de 28.400 millones de euros de inversión extranjera directa en participaciones de capital, lo que supone un 18,4% más que en 2010.

En el último quinquenio, pese a que se produjo una fuerte caída de la inversión española en el exterior, España siguió siendo un país emisor neto de inversión. De esta forma consigue afianzar su posición como exportador neto de capitales en los últimos quince años, como muestra el gráfico 25.

No obstante, hay que mencionar la caída en la capacidad inversora por parte de las empresas españolas en 2012, al caer el importe un 59,74% en relación al año anterior.

GRÁFICO 25. Inversión neta española.

Fuente: Datainvox.

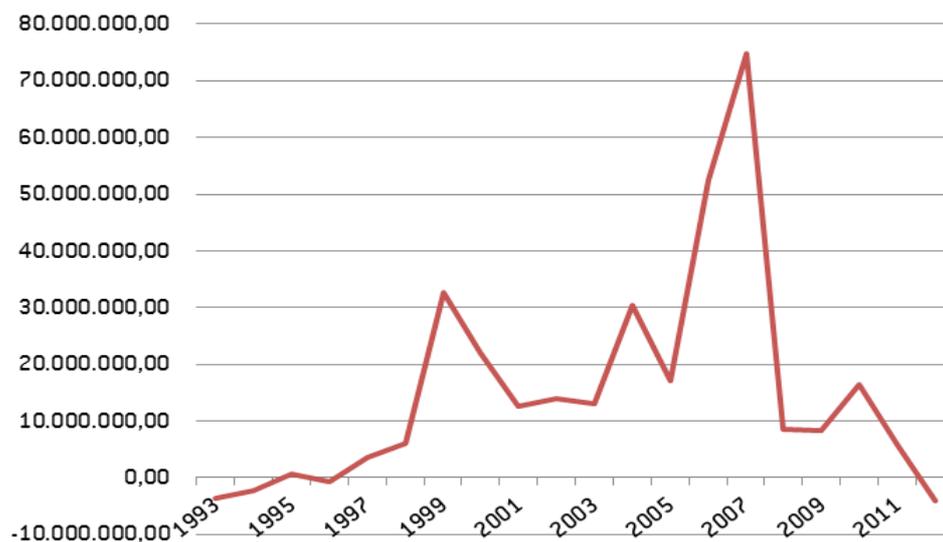


Así pues, la economía española ha sido tradicionalmente receptora neta. Aunque, en 2012, por primera vez desde 1996, la inversión empresarial neta extranjera en España entró en negativo. En concreto, con un dato de -4.120 millones de euros de salida neta de inversiones en 2012. Una de las razones principales de estos malos datos es la imposibilidad de acceso al crédito por parte de la economía real.

Como se observa en el gráfico 26, la inversión neta presenta un patrón procíclico, con fuertes inversiones en el exterior en las épocas de bonanza y descensos más pronunciados en las etapas recesivas, como la actual.

GRÁFICO 26. Inversión neta española.

Fuente: Datainvox.



Durante el periodo analizado se identifican dos grandes periodos que abarcan, respectivamente, desde 1993 hasta 2008 y desde 2009 hasta la actualidad. Tras la crisis de 1993 comenzó la fase alcista de la inversión española en el exterior, teniendo su mayor culmen en 2007. La segunda etapa presenta pronunciadas caídas, desembocando en cifras negativas de inversión en el último año de la serie histórica.

Entre 2008 y 2011, España fue el tercer país receptor en inversión, con un 13,55% de la inversión total captada por la zona euro. Esta posición es incluso mejor que la que logró entre los años 1998 y 2007, donde obtuvo un 10,19% de la inversión, situándose como el quinto país en recepción de inversión de la zona euro.

Esto demuestra que pese a la crisis, España sigue siendo un país atractivo para los inversores. A continuación, se analizan las razones que lo explican:

1. Nuestro país puede presumir de contar con un entorno global favorable para los negocios que favorece la inversión.
2. Las nuevas reformas estructurales acometidas recientemente en materia laboral han otorgado mayor flexibilidad al mercado laboral español. La reforma emprendida asegura un continuo avance en materia de productividad, habiendo logrado el mayor crecimiento de la misma en la zona euro con un aumento del 11.1 por ciento desde 2008. A su vez, los costes laborales unitarios se han reducido en los últimos años, lo que supone un factor atrayente para los inversores extranjeros, puesto que necesitarían destinar menos recursos monetarios para producir. A esto hay que añadir, una fuerza laboral con una adecuada capacitación profesional junto con un gran número de titulados superiores.
3. En materia de infraestructura, España cuenta con una red moderna y de alta calidad, con más de 13.000 kilómetros de autopistas y autovías junto a 1.600 kilómetros de líneas ferroviarias de alta velocidad, convirtiéndose en el primer país de Europa por importancia en infraestructura terrestre. A su vez, también ocupa una posición privilegiada en la infraestructura de transporte aéreo y portuario, asentando un crecimiento superior al del resto de países de la Unión Europea.
4. La cuarta mayor economía de la zona euro tiene la ventaja de contar con una situación geoestratégica privilegiada entre Europa y Latinoamérica.

4.3. LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS COMO EMISORAS DE INVERSIÓN EXTRANJERA. LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR

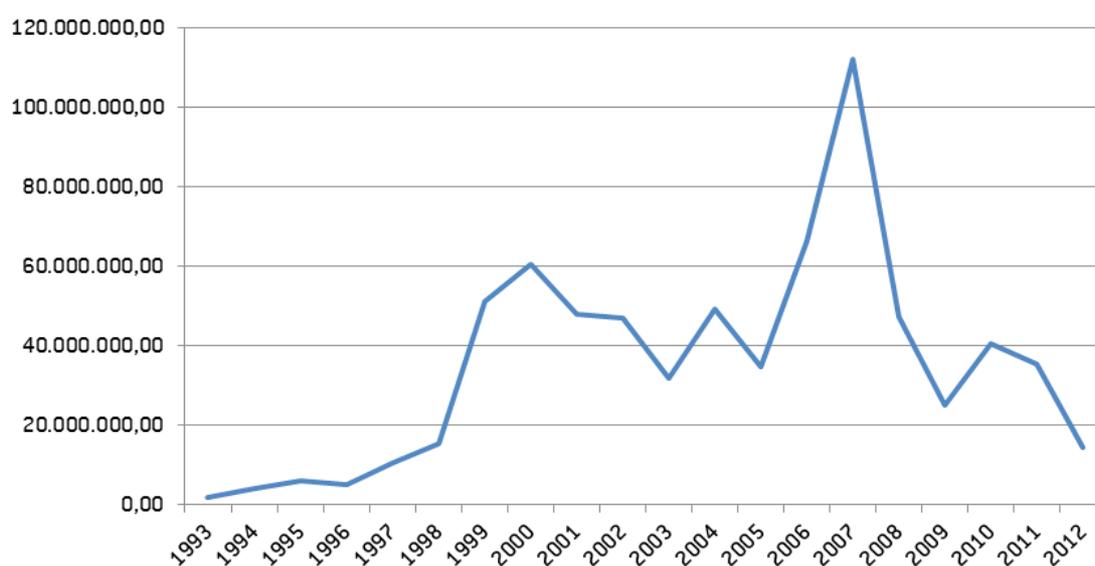
La economía española se convirtió en emisora neta de capital en el año 1997, posición que había mantenido hasta 2012, primer año que en que vuelve a ser receptora neta de capital. Ello se debe

fundamentalmente a la fuerte caída sufrida por las inversiones de las empresas españolas en el extranjero, tal y como muestra el gráfico 27, hecho debido fundamentalmente a los problemas de financiación y el proceso de des-apalancamiento de instituciones financieras y sociedades no financieras españolas en 2012.

Es a partir de 1997 cuando conviene destacar el potente aumento de la capacidad inversora española en el extranjero. Así pues, la expansión de la inversión española en el exterior en los últimos quince años ha sido francamente importante.

GRÁFICO 27. Inversión española en el extranjero.

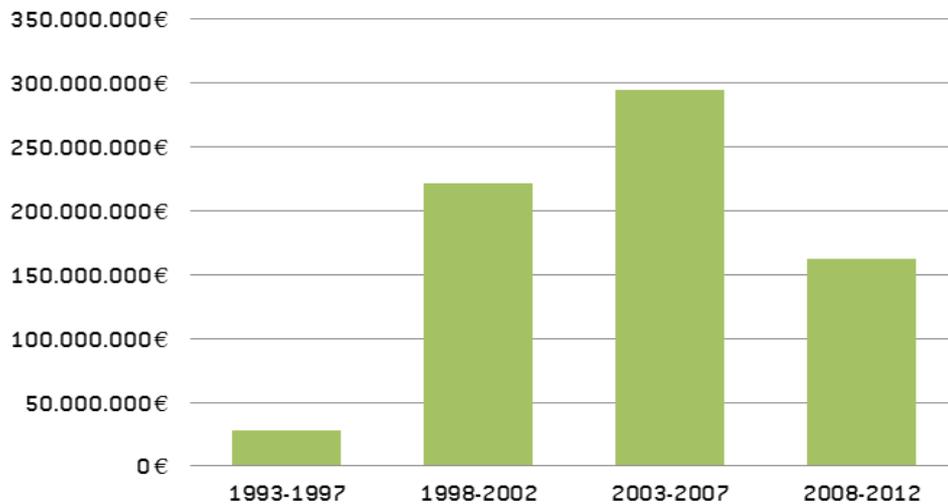
Fuente: Datainvox.



Este cambio de tendencia, de pasar de ser una economía emisora neta de capital a otra receptora neta, de mantenerse, podría erosionar gravemente el crecimiento de la economía española. Parece obvio pensar que en una economía en recesión como la española y con lúgubres perspectivas de crecimiento a medio plazo, las empresas deberían buscar oportunidades de inversión en el exterior, buscando proyectos de inversión más rentables que les permitan elevar su productividad y devolver su deuda. En este sentido, la creación de un mercado alternativo de renta fija podría complementar de manera decisiva las fuentes de financiación con las que cuenta el *middle market* español para llevar a cabo inversiones necesarias y rentables en el exterior, reforzando de esta manera las posibilidades recuperar la senda del crecimiento económico así como de creación de empleo.

GRÁFICO 28. Inversión española en el extranjero.

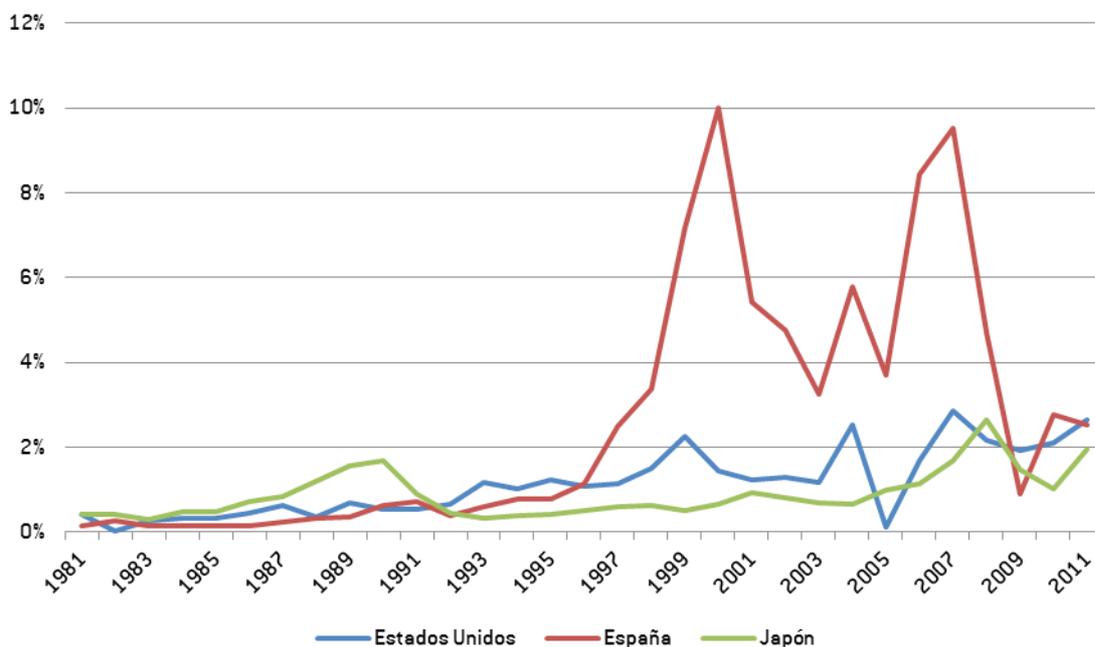
Fuente: Datainvox.



Como se observa en el gráfico 28, en el periodo 2008-2012 las inversiones de las empresas españolas en el extranjero experimenta una notable reducción, pasando de un promedio de cerca de 300.000 millones de euros en el quinquenio 2003-2007 a situarse prácticamente en la mitad en el último quinquenio, ligeramente por encima de los 150.000 millones de euros.

GRÁFICO 29. Peso de la inversión directa en el exterior sobre el PIB.

Fuente: UNCTAD y Banco Mundial.



España ha jugado un papel muy importante en las políticas de internacionalización, principalmente por parte de las empresas de mayor tamaño. El porcentaje de inversión española en el exterior sobre el PIB fue el más elevado de las economías representadas en el gráfico 29 durante 2000 y 2007, llegando a alcanzar el 10% de PIB. La contribución al crecimiento del PIB de estas inversiones fue muy importante. En 2012, sin embargo, la inversión española en el exterior alcanzó el 1,36% sobre el PIB.

Esta inversión de la economía española en el exterior es de gran importancia y debe seguir manteniéndose para que no ocurra lo mismo que en Japón, donde tuvo lugar una “década perdida”. El porcentaje de inversión japonesa en el exterior sobre el PIB no llegó incluso a alcanzar el uno por ciento en el periodo 1991-2004, como muestra el gráfico 28, donde se aprecia claramente el mayor esfuerzo inversor en el exterior realizado por la economía española en la última etapa de crecimiento frente a la economía de Estados Unidos y, fundamentalmente, frente a la economía japonesa.

El problema vivido por la economía japonesa se caracterizó por fuertes excedentes (capacidad de financiación) del sector de sociedades no financieras (liderado por las grandes empresas) que, ante la incertidumbre sobre el sector financiero y la dificultad de obtener crédito se ahorra por motivo de precaución ante futuras dificultades de liquidez. La caída en la inversión de las empresas españolas en el exterior coincide con una capacidad de financiación del sector de sociedades no financieras de alrededor del 3,5% del PIB en 2012, lo que indica alguna forma de asegurarse la financiación ante las perspectivas de falta de crédito futuras y que permite asimismo confirmar la débil demanda de inversión nacional aún existente. El sector de sociedades no financieras acumula ya nueve trimestres con capacidad de financiación, inmerso en un proceso intenso de des-apalancamiento. Esta tendencia se ha apoyado, sobre todo, en el incremento del ahorro empresarial, aunque también se produjo una disminución de la inversión. A su vez, el aumento del ahorro fue el resultado de la reducción de los intereses pagados y, sobre todo, del comportamiento expansivo del excedente que, entre otros factores, podría estar reflejando la necesidad, por parte de las empresas, de sanear los balances, mediante la generación de recursos internos, y fortalecer así su capacidad de autofinanciación. En el caso de Japón dicho exceso de ahorro llegó a representar el 10% del PIB. El sector de sociedades no financieras españolas registró una capacidad de financiación del 3,5% del PIB en 2012, según datos de la Contabilidad Nacional.

Por tanto, nuestros *policy-makers* no deberían perder de vista la importancia que puede jugar para la economía española el hecho de que las empresas tengan capacidad financiera para financiar sus inversiones fuera de nuestro país y crear los incentivos y los mercados de financiación alternativa necesarios para maximizar el impulso que dichas inversiones pueden ofrecer en términos de altas rentabilidades para inversores y beneficios y crecimiento de la productividad para emisores.

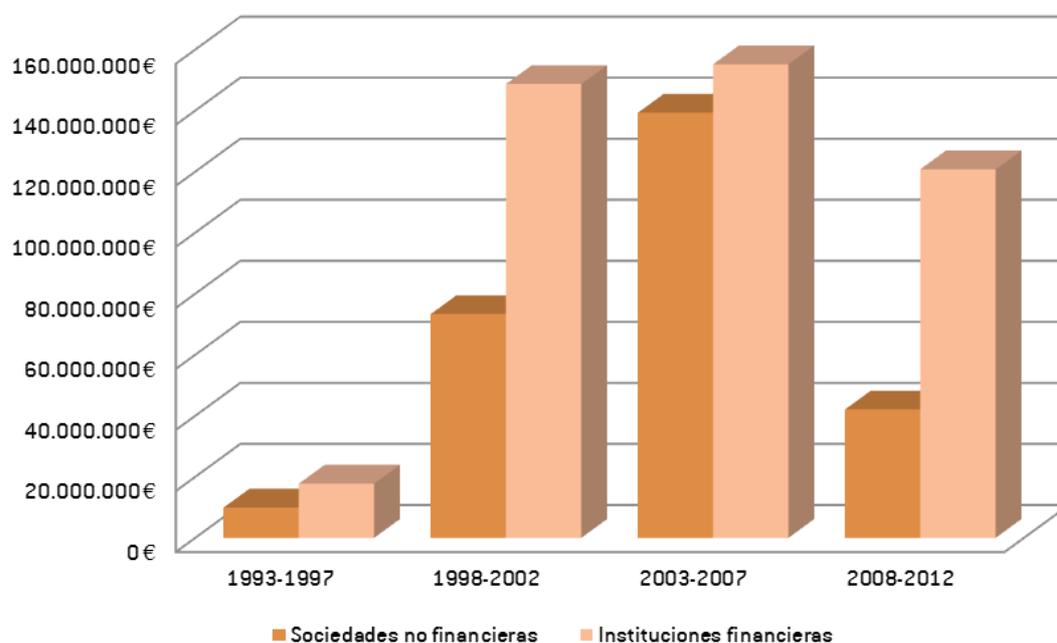
Entre los sectores de origen se observa la importante capacidad inversora del sector dedicado a las actividades financieras y del seguro, con cifras próximas al 75% del total invertido en el último

quinquenio. En particular, el subsector de los servicios financieros, principalmente representado por los bancos, es el que más ha invertido en el exterior.

Es cierto que la capacidad inversora de las instituciones financieras se ha visto mermada en los últimos años, pero la caída de la inversión en el exterior es mucho mayor en el sector de sociedades no financieras.

GRÁFICO 30. Sectores de origen de la inversión española en el exterior. (En miles de millones).

Fuente: Datainvox.



En efecto, el sector de sociedades no financieras ha perdido potencial inversor y ha pasado de representar el 47.30% de la inversión española en el extranjero entre 2003 y 2007 a una escasa cuarta parte del total, 25.83%, en el último lustro, como muestra el gráfico 30. Esto pone de relieve las graves dificultades a las que se está enfrentado este sector para poder acceder al crédito y seguir llevando a cabo sus planes de expansión e inversión fuera de las fronteras nacionales.

En definitiva, el atractivo inversor de la economía española recogido en el seguimiento de la inversión extranjera directa, junto a las necesidades de financiación de las empresas españolas para afrontar proyectos con altos rendimientos potenciales, revelan la idoneidad del lanzamiento de un mercado alternativo de renta fija corporativa en España en la coyuntura actual y garantizan, en base al extraordinario binomio rentabilidad-riesgo, la existencia de una demanda elevada para este tipo de activos.

5. RENTA FIJA ESPAÑOLA: ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN

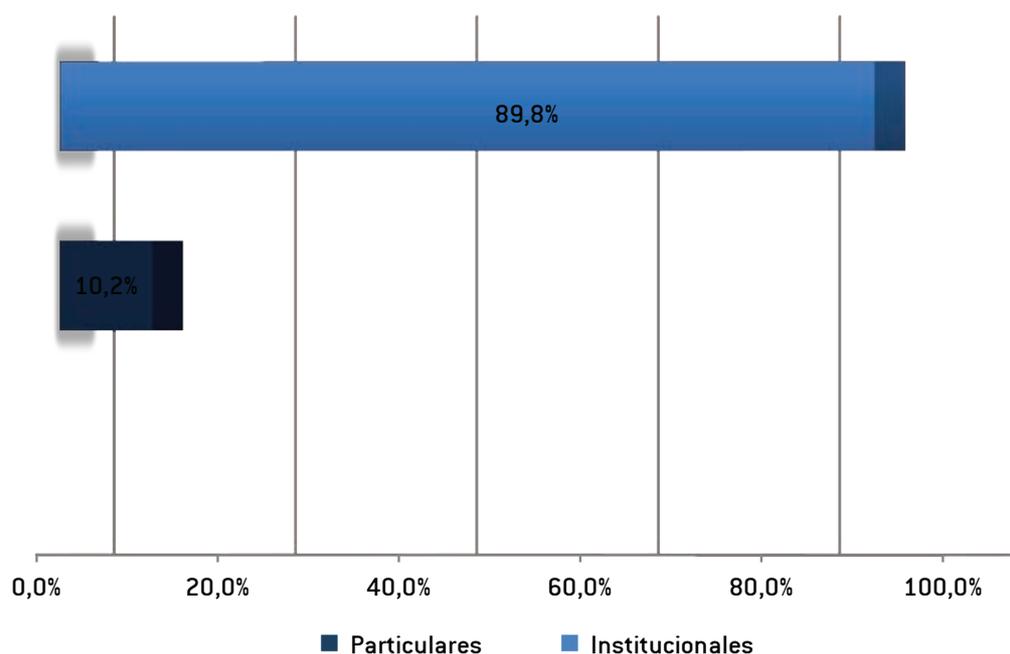
5.1. TIPOLOGÍA DE INVERSORES

Con el fin de ubicar la demanda y el entorno al que se enfrentará el futuro mercado alternativo de renta fija corporativa, conviene analizar los distintos tipos de inversores y sus objetivos. Para ello, centraremos nuestra atención en los inversores institucionales, que son quienes controlan los volúmenes significativos de capital, ya sea a través de fondos, instituciones de inversión colectiva, entidades financieras, fondos de pensiones o compañías aseguradoras entre otros.

Concretamente, en renta fija, la concentración de este tipo de inversores es aún mayor. De hecho, en el conjunto europeo casi el 90% de la inversión en esta clase de activos está en manos de inversores institucionales como muestra el gráfico 31. Si miramos hacia el territorio nacional, la agrupación es más elevada, superando el 96%. Adicionalmente, según Dealogic el 80% de la deuda fija corporativa en 2012 estaba en posesión de inversores extranjeros (principalmente Alemania, Francia y Reino Unido).

GRÁFICO 31. Distribución inversores renta fija en Europa.

Fuente: TABB Group, IODS y Auriga.



Esta tipología de inversores agrega elevados volúmenes de capital de distintos socios, lo cual le permite adherirse a inversiones destinadas únicamente a grandes patrimonios, reducir las comisiones de gestión de los intermediarios, negociar precios, diversificar, etc. todo ello con el fin de maximizar la rentabilidad de la inversión.

La institución de inversión colectiva (IIC) es uno de los vehículos más utilizados por los inversores institucionales. En España existen 105 IIC registradas en la CNMV. Estas instituciones tienen por finalidad la captación de capital a través de socios o accionistas para gestionarlos e invertirlos en mercados de capitales, en valores, derechos e instrumentos financieros, etc., consiguiendo siempre condiciones más favorables a las que se obtendrían de la inversión individualizada, además de una mayor diversificación. Pueden articularse como sociedades de inversión con forma jurídica propia o bien como fondos, constituyendo patrimonios sin forma jurídica. Las IIC por lo general son de carácter financiero, aunque también las hay con fines inmobiliarios.

Entre las IIC financieras encontramos diferentes tipologías determinadas por la ley que las regula, como fondos, SICAV (sociedades de inversión de capital variable), IIC de inversión libre o incluso IIC que invierten otras IIC subordinadas. Existen a su vez instituciones de inversión colectiva focalizadas únicamente en renta fija (tanto en euros como en divisa), que es el tipo de activo en el que centramos el estudio. Éstas no presentan garantías de terceros (más allá de la propia garantía del emisor de deuda) y su objetivo es el mantener el principal obteniendo una rentabilidad asegurada.

Las IIC están reguladas por la Directiva europea 2009/65/CE, donde se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

Aunque son entidades privadas con libertad de decisión sobre sus inversores o los mercados en las que las negocian, existen ciertas limitaciones impuestas por la anterior Directiva para garantizar la seguridad de sus inversores, en función del patrimonio de la IIC, del activo o bien del emisor. Las que atañen al emisor están ligadas a grados de diversificación, rating mínimo y cuantía entre otros. También están supeditadas a ofrecer un nivel de liquidez que les permita responder a sus pagos sin tensiones. La liquidez de las IIC se mide a través de un coeficiente mínimo que se alcanza cuando las inversiones líquidas suponen al menos un 3% del total del patrimonio. En caso contrario, debe llevarse a cabo un adecuado control de la profundidad del mercado de valores en el que se invierta, sobre todo en aquellos casos en los el mercado no sea regulado.

Dentro de las IIC cabe distinguir a los fondos de inversión, cuyo patrimonio conformado por las aportaciones de los socios se invierte en distintas alternativas. Estos fondos suelen tener un horizonte temporal inferior al de los planes de pensiones, y además la flexibilidad en cuanto a entrada y salida de capital o plazos suele ser mayor. Los inversores por lo tanto tienen más facilidades para reembolsar o ampliar sus fondos en un vehículo de este tipo. Estos fondos pueden posicionarse como un potencial inversor interesado en renta fija para cubrir la demanda de inversores poco especulativos. Según la asociación de instituciones de inversión colectiva y planes de pensiones,

en España existen 261 fondos de inversión de renta fija a corto plazo y 169 a largo plazo. Conjuntamente gestionan más de 28.000 M€ de capital en España a final de 2012.

Una nueva figura de inversor con capacidad de acceder a las grandes emisiones la constituyen las *family offices*. Se trata de un instrumento a través del cual las familias con elevados patrimonios procuran preservar su capital a través de una gestión profesionalizada del mismo. En función de los objetivos fijados por la familia en cuestión, la inversión será dirigida a unos u otros activos conformando una cartera que cumpla con los requisitos de rentabilidad y horizonte temporal esperado.

No hay una normativa específica que regule el funcionamiento de las *family offices* en España. En Europa el único país con una Ley especial para este colectivo es Luxemburgo, que limita la gestión de este tipo de patrimonios sólo a determinados gestores, asesores y otros expertos financieros.

Por otro lado, entre los inversores institucionales de mayor demanda encontramos las entidades gestoras de planes de pensiones destinadas principalmente a invertir capitales que permitan obtener rentas futuras en el momento de la jubilación del socio. Estos productos de ahorro privado despiertan gran interés entre los inversores particulares, pues sus ventajas fiscales son muy atractivas.

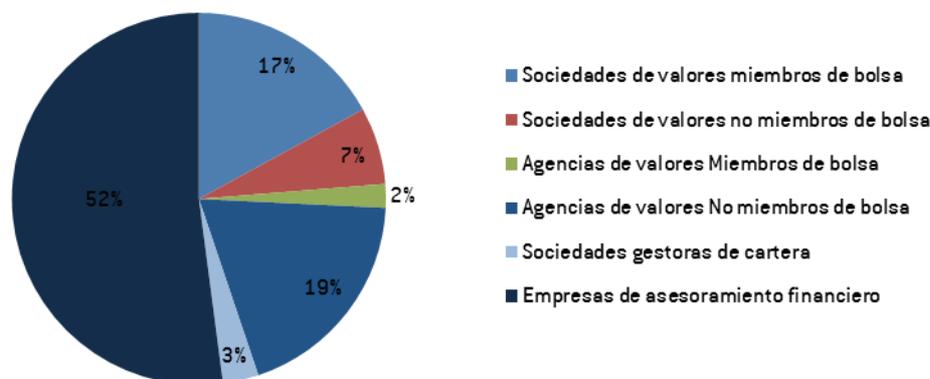
Los planes de pensiones, habitualmente son gestionados directa o indirectamente por aseguradoras o entidades financieras, sin embargo, también los hay asociados a un sistema de empleo de determinadas empresas para sus trabajadores. Ofrecen diversas alternativas objeto de inversión: desde una apuesta por valores arriesgados en renta variable hasta los más conservadores que se respaldan únicamente en deuda soberana. Según la DGS las aseguradoras disponen de 205 M€ de reservas técnicas a finales de 2012 para invertir, pudiendo ser atractivo el MARF para parte del capital.

La supervisión de las gestoras de planes de pensiones es llevada a cabo por la Dirección General de Seguros (DGS), aunque también se rigen por normativa europea (Directiva 2003/41/CE) y el Real Decreto 304/2004.

Asimismo, en España existen 194 sociedades de inversión registradas en la CNMV con potestad para gestionar carteras e invertir en renta variable en las distintas bolsas en nombre de sus clientes. Las primeras pueden negociar en nombre propio y ajeno mientras que las agencias únicamente operan por cuenta ajena. Se trata de intermediarios financieros que asesoran, operan y actúan como depositarios. Las sociedades de valores están conformadas como sociedades anónimas y las acciones de su capital tienen carácter nominativo. Estas agencias y sociedades son el único modo de intervenir en los mercados bursátiles, pues aunque son públicos, se requiere un registro para ello. El gráfico 32 publicado por la CNMV indica la distribución de este tipo de intermediarios en España en 2012.

GRÁFICO 32. Clasificación de sociedades de inversión en España.

Fuente: CNMV.



Las emisiones de deuda que espera recoger el futuro MARF encajarían en la cartera de los inversores más conservadores pero que a su vez apuesten por una rentabilidad media sin necesidad de asumir grandes riesgos. Al tratarse de inversiones con rendimiento conocido, podría ser objeto de carteras de renta fija o mixtas tanto de fondos de inversión como de planes de pensión o incluso aseguradoras.

5.2. OPCIONES DE INVERSIÓN

Este epígrafe trata de exponer las diferentes alternativas de inversión en los mercados financieros, enfocándose principalmente a los productos de renta fija para contextualizar las potenciales emisiones del mercado alternativo de renta fija español.

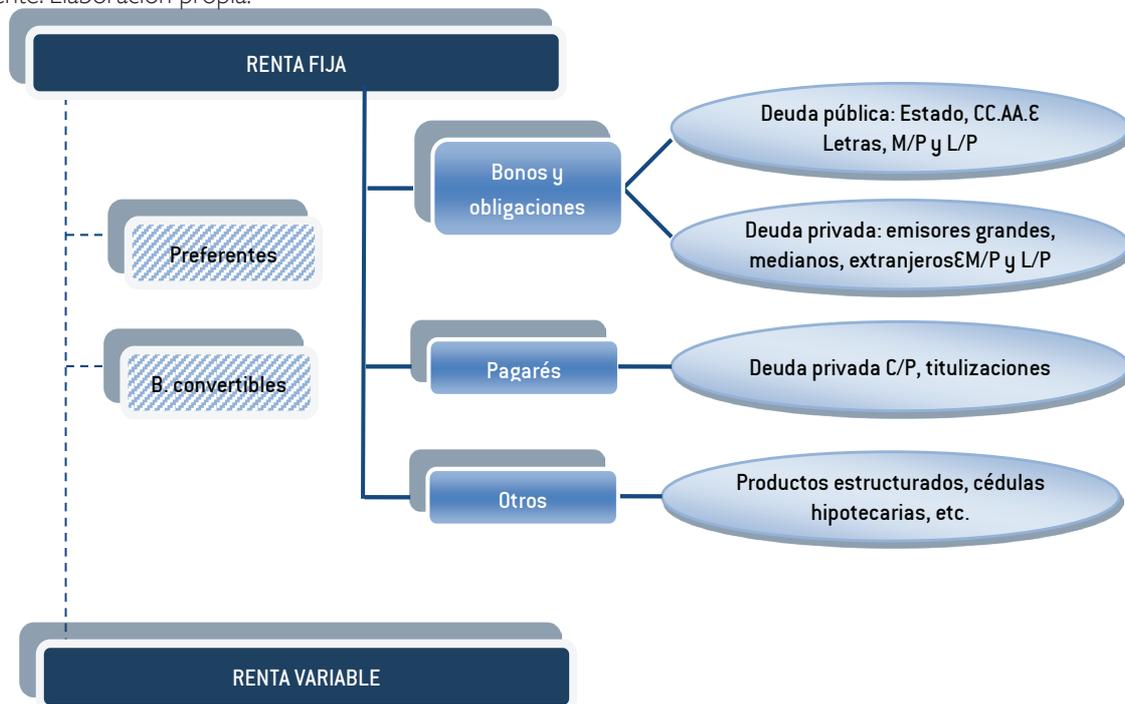
Como contrapartida a la menor volatilidad que se asume por disponer de un rendimiento previamente establecido, la rentabilidad ofrecida es inferior a la de otro tipo de activos. La combinación idónea estará condicionada por la aversión al riesgo de cada inversor.

Entre las posibilidades de inversión categorizadas como renta fija tradicionalmente podemos distinguir: por un lado, los bonos y obligaciones de deuda pública, siendo los de máxima solvencia los emitidos por el Estado aunque cada vez son más habituales los emitidos por comunidades autónomas dados los ajustados presupuestos a los que se enfrentan. Sin embargo, recientemente se ha limitado la emisión de deuda de las CC.AA. por parte del Tesoro. Aquellas que se hayan acogido al Fondo de liquidez autonómico o a la línea de liquidez del ICO tendrán restricciones en el coste de la deuda, lo cual resta atractivo a estos bonos de carácter público.

El horizonte temporal de la deuda pública es prácticamente adaptable a todas las necesidades, porque aun emitiéndose en plazos estándar (hay letras desde 3 meses a 18 meses, bonos hasta 5 años y obligaciones hasta 30) existe un profundo mercado donde se pueden comprar o vender deuda casi a cualquier vencimiento mediante repos.

ILUSTRACIÓN I

Fuente: Elaboración propia.



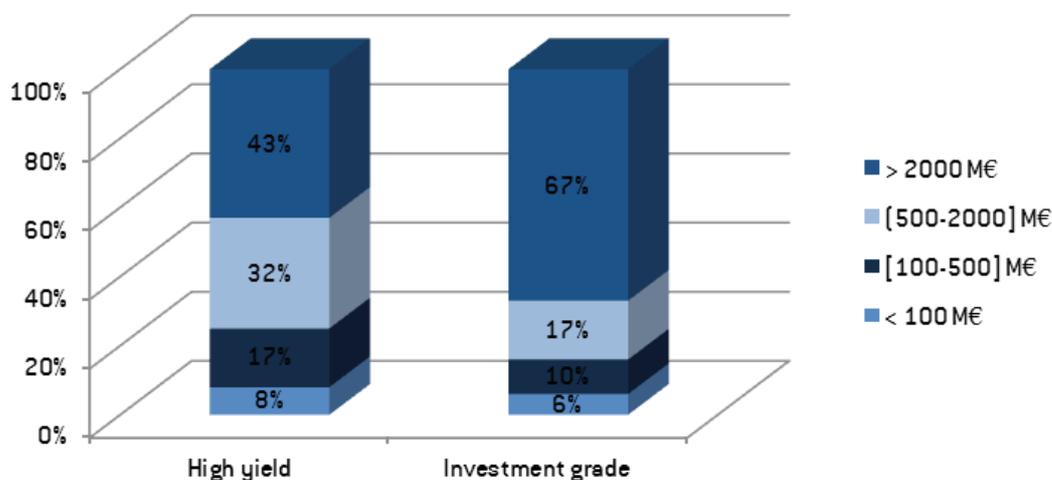
A nivel corporativo, la oferta de productos de renta fija es alta (aunque en España aún poco desarrollada). Por un lado encontramos bonos y obligaciones corporativos con el mismo concepto de los de deuda pública: el emisor solicita un préstamo a los inversores a cambio de un tipo de interés que se abona de manera periódica. En este caso, no existe tanta amplitud de vencimientos y estos se fijan en función de las necesidades del inversor, siendo los más habituales a 3, 5 y 7 años. Aquí es donde encajarían las emisiones de deuda previstas para el mercado alternativo de renta fija corporativo que está en marcha. Dentro de los anteriores bonos encontramos gran diversidad de emisores y rentabilidades en función del riesgo (desde bonos *high yield* hasta bonos *investment grade*). La tipología de empresa que emite en estos mercados suele ser de gran tamaño (más del 75% de las emisiones en circulación en Europa proceden de multinacionales y grandes corporaciones), estando el mercado de emisión de deuda para la mediana cuenta aún poco explotado como se observa en el gráfico 33.

A diferencia de los bonos, los pagarés corporativos se caracterizan por tener plazos inferiores a los de los bonos e ir dirigidos a cubrir necesidades de circulante y no tanto de inversión. Pueden respaldarse en las facturas pendientes de cobro del emisor.

La oferta de bonos corporativos en países extranjeros es amplia, sobre todo en EE.UU. donde es una práctica habitual el emitir deuda para obtener financiación. Al ser la demanda de este tipo de activos elevada, las rentabilidades no son muy competitivas, y al mismo tiempo, el invertir en moneda distinta al euro hace correr con un riesgo adicional: el de tipo de cambio.

GRÁFICO 33. Porcentaje de emisiones de bonos en Europa occidental en función de los ingresos del emisor.

Fuente: Mckinsey Global Institute.



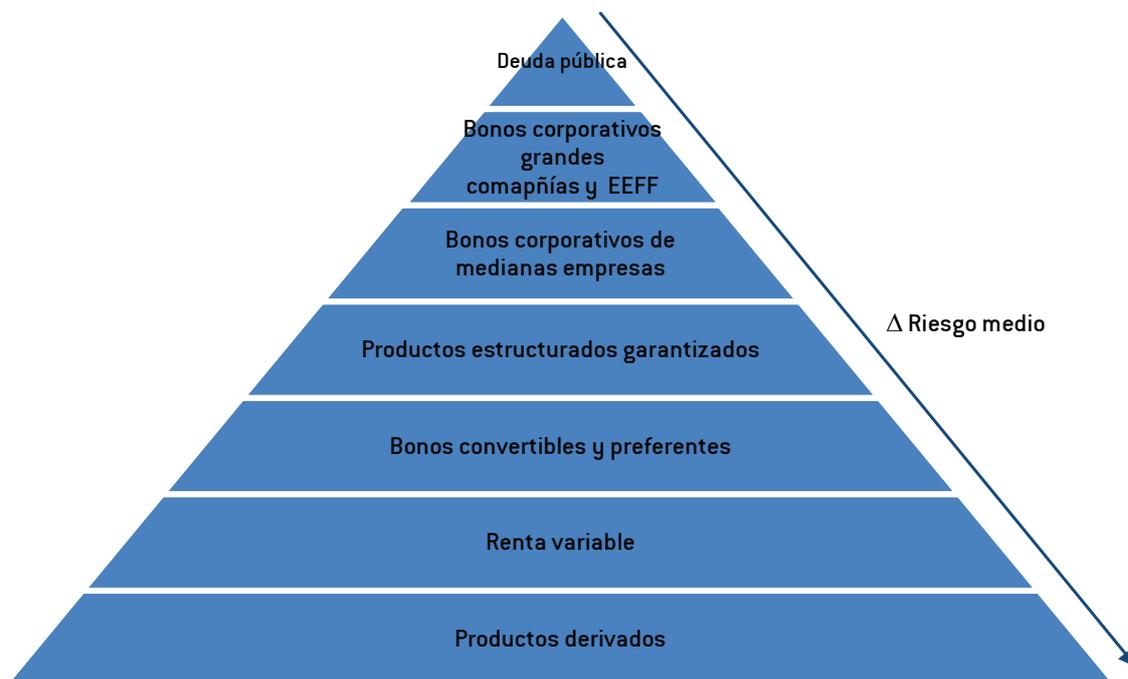
Similar a los pagarés de empresas pero a nivel financiero son las conocidas cédulas hipotecarias, emitidas por entidades financieras sustentadas en préstamos con garantía hipotecaria. Se trata de un producto estructurado en títulos y su percepción de riesgo pudiera ser más difusa que la de los bonos corporativos, pues los colaterales son de diversa índole y en última instancia se depende de la capacidad de pago de los titulares de dichas hipotecas. Aunque el rating suele determinarse por tramos y en ocasiones supera al del emisor por tener la garantía de la cartera, el subyacente no está tan claramente identificado.

Otra tipología de bonos son aquellos convertibles, los cuales dan opción a ser cambiados por acciones a un tipo de cambio determinado. Es una mezcla entre renta fija y renta variable más opciones, por lo que tiene cierta correlación con la renta variable. Suelen ofrecer rentabilidades inferiores a las de los comunes bonos corporativos, aunque la opción de canje no quita que se perciba un interés fijo por la inversión. Las fechas y precios de conversión están definidos desde la emisión de los bonos, y es el propio inversor quien decide si accede o no a efectuar el cambio en las ventanas de oportunidad propuestas en función de sus intereses.

Por último, las participaciones preferentes, aun perteneciendo a la categoría de renta fija, tienen un elevado riesgo asociado debido a sus particularidades: se trata de instrumentos financieros con duración perpetua cuyo pago de rendimiento está supeditado a la obtención de beneficios. Su rentabilidad por tanto no está garantizada y en caso de que la evolución de la compañía sea desfavorable, puede resultar difícil deshacer la inversión en los mercados secundarios o bien tener que asumir pérdidas importantes con la venta. Sin embargo, el emisor sí que puede suspender la emisión en el plazo que haya acordado para ello. Los titulares de estos valores se sitúan por detrás de los poseedores de bonos en caso de situación concursal, aunque prevalecen frente a los accionistas.

GRÁFICO 34. Alternativas de inversión por nivel de riesgo.

Fuente: Elaboración propia.



En el epígrafe de comportamiento de renta fija en 2012 se analiza en más detalle las rentabilidades ofrecidas por las principales alternativas de inversión de renta fija, lo que facilitará el ubicar todo lo expuesto anteriormente en el actual mercado español.

Para terminar, el gráfico 34 recoge de manera simplificada las distintas modalidades de inversión clasificadas según el nivel de riesgo asumido. Según los análisis efectuados por Axesor, la futura renta fija corporativa que tendría cabida en el MAREF, se situaría en un rango de riesgo controlado dada la seguridad de las inversiones de renta fija y el rating mínimo esperado de los emisores.

5.3. COMPORTAMIENTO DE LA RENTA FIJA ESPAÑOLA EN 2012 Y PERSPECTIVAS 2013

La renta fija, como se analiza a lo largo del documento, ha despertado un creciente interés entre los inversores el pasado 2012. Los fondos de renta fija sobre bonos fueron los que más demanda recibieron junto con los fondos cotizados sobre acciones que también atrajeron gran demanda. En España, dos de los tres fondos más demandados corresponden a los que replican índices de bonos en euros con alta calificación crediticia.

Centrando nuestra atención en el segmento de renta fija español, encontramos diversas opciones de inversión gestionadas en su mayoría a través de instituciones de inversión colectiva, fondos de

inversión y planes de pensiones. En España estos últimos instrumentos continúan teniendo una buena acogida por parte de los inversores, habida cuenta de que el tratamiento fiscal de los planes de pensiones es muy ventajoso.

Aunque rentabilidad y riesgo tienen una relación directa, la realidad es que los grandes movimientos de capital y las expectativas juegan un papel muy influyente de cara a determinar los niveles de rentabilidad. Ejemplo de ello son los continuos movimientos que ha experimentado la prima de riesgo ante escándalos como el de Chipre o el coste de endeudamiento al que han emitido algunas compañías españolas, por debajo de la deuda soberana de nuestro país. La deuda pública, que habitualmente se tomaba como referencia de inversión “libre de riesgo” ha dejado de marcar un suelo de riesgo y rentabilidad para las emisiones de deuda corporativa españolas.

Si hacemos foco en los planes de pensiones españoles, concretamente en aquellos cuya inversión se fundamenta en renta fija a corto plazo, observamos unas tasas de rentabilidad muy ajustadas, pues una proporción importante del capital invertido se materializa en deuda soberana. En lo que concierne a la inversión en deuda corporativa, suelen optar por bonos de empresas cotizadas por el elevado flujo de información que aportan a los inversores.

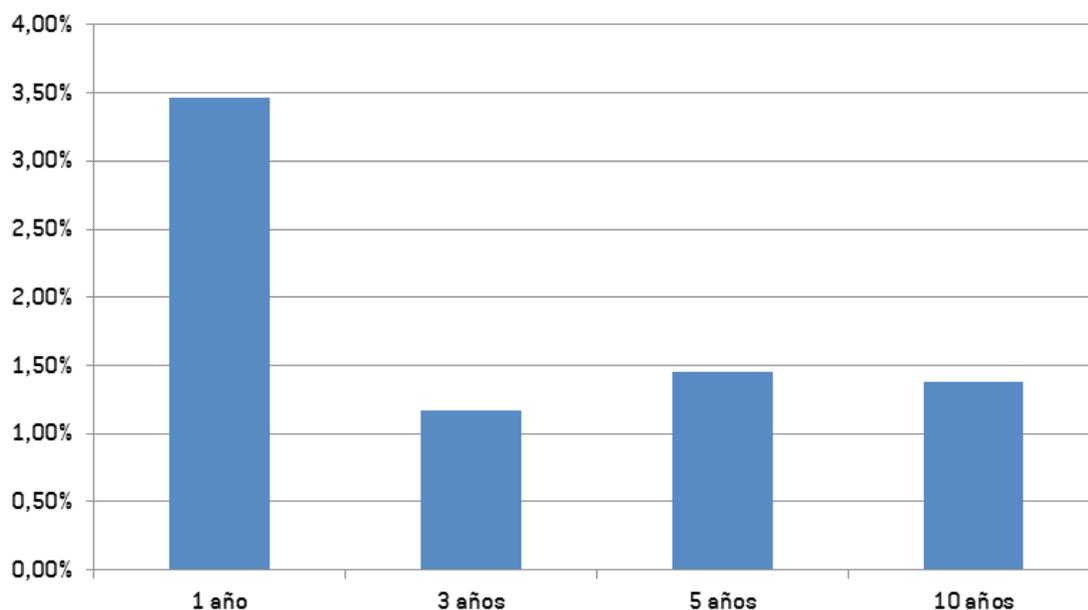
El gráfico 35 muestra las rentabilidades medias ponderadas de los planes de pensiones en 2012 a corto plazo para los distintos periodos. Es destacable el hecho de que un 43% de los mismos ofrezca para el plazo a 3 años un rendimiento inferior al 1% (los hay incluso negativos), que apenas lleguen a cubrir la apreciación natural del dinero. Los participantes en fondos de estas características suelen contar con una oposición fuerte al riesgo, estando dispuestos a asumir bajas rentabilidades a cambio de seguridad, pero el inmovilizar capital a medio plazo a tan bajo rendimiento puede llegar a no ser rentable en determinados casos. La rentabilidad ofrecida por estos mismos planes acotada al último año 2012 que presenta una tasa media ponderada del 3,46%, lo cual puede explicarse en parte por la elevada prima de riesgo del último año, que alcanzó máximos históricos el pasado julio de 2012.

Si observamos ahora las tasas que ofrecen los planes de pensiones cuya inversión tiene un horizonte temporal a largo plazo, los datos de 2012 ofrecen rentabilidades más ventajosas para el inversor, alcanzando de media en el último año un 4,77%. Volviendo a la misma comparativa del caso anterior, en este grupo sólo 1 de cada 4 planes ofrecen una rentabilidad inferior al 1% en 3 años.

Respecto a los fondos de inversión basados en renta fija gestionados en territorio español, las rentabilidades de aquellos con mayor horizonte temporal superan en más de dos puntos básicos la rentabilidad anual media de los planes en 2012, aunque los diferenciales se van acortando cuando analizamos periodos más amplios.

GRÁFICO 35. Rentabilidad media anual ponderada 2012 planes pensiones-inversión renta fija C/P.

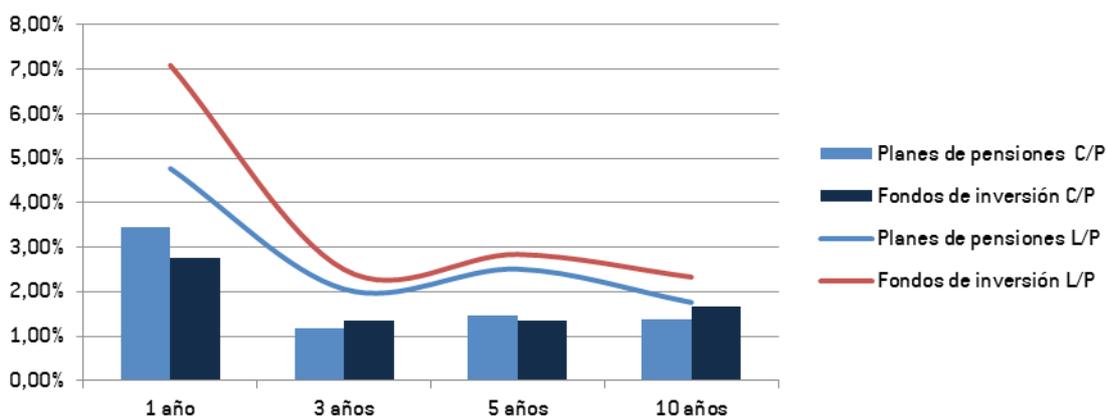
Fuente: Asociación de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones..



Los fondos de inversión con destino renta fija suponen un 62% en España sobre el total de fondos. No es fácil preservar el capital a la vez que optimizar la rentabilidad, de ahí que la variedad de combinaciones posibles sea casi infinita. La rentabilidad media ponderada en un año de los fondos a corto plazo es de un 2,76% mientras que los de mayor horizonte temporal, durante 2012 posicionan su rentabilidad mediana en un 6%. Los primeros, se componen generalmente de una mayor proporción de deuda pública, lo que permite asumir un riesgo muy moderado y elimina la volatilidad pero a su vez, provocan que la rentabilidad del fondo sea muy reducida dada la escasa diversificación.

GRÁFICO 36. Rentabilidad fondos de inversión y planes de pensiones en 2012.

Fuente: Asociación de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones.



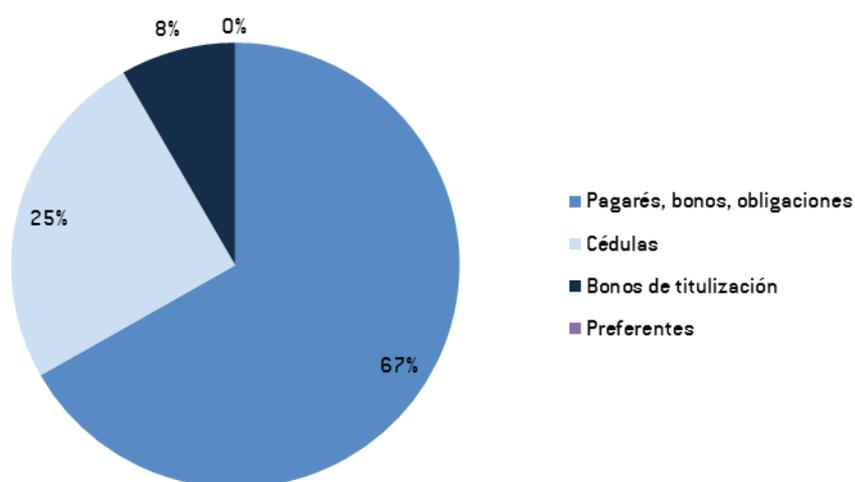
El gráfico 36 muestra una comparativa entre las rentabilidades ponderadas medias tanto de fondos como de planes de pensiones de renta fija a corto y largo plazo. En él se observa como en el año 2012 el comportamiento de la renta fija ha sido notablemente mejor al de años previos, motivado como ya se ha mencionado, por una inusual volatilidad de la prima de riesgo y unos tipos de interés mínimos marcados por la política monetaria europea.

En lo que se refiere a los activos de renta fija cotizados en AIAF, este mercado perteneciente a Bolsas y Mercados Españoles alcanza un saldo vivo en negociación al inicio de 2013 próximo a 870.000 M€. La mitad del mismo corresponde a cédulas hipotecarias. Los bonos y obligaciones de deuda corporativa alcanzan cerca de un 19% del saldo en circulación, emitido casi en su totalidad por entidades financieras (91%).

En 2013, sin embargo, ante la buena acogida de las grandes emisiones de principio de año, en AIAF se observa un cambio en el tipo de productos admitidos a cotización, cobrando mayor importancia los pagarés, bonos y obligaciones, cuya concepción de riesgo es inferior a la de otros productos admitidos en AIAF en 2012 como las preferentes. El gráfico 37 muestra la distribución de las emisiones a inicio de 2013:

GRÁFICO 37. Emisiones admitidas en AIAF acumulado febrero 2013.

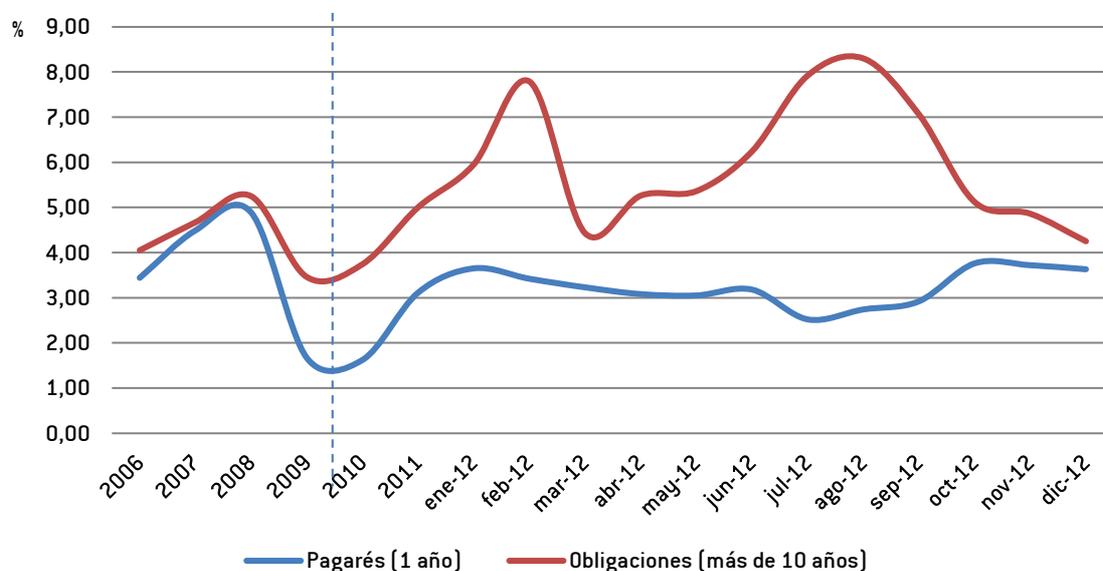
Fuente: AIAF.



En cuanto a la evolución de las rentabilidades de la deuda cotizada en AIAF, 2012 ha supuesto la recuperación de tipos alcanzando rentabilidades incluso superiores al inicio de la crisis, lo cual ha sido determinante para atraer inversores hacia este tipo de productos financieros con escaso riesgo y retornos fijos.

GRÁFICO 38. Evolución rentabilidad emisiones AIAF.

Fuente: AIAF.



Tanto es así, que la emisión de deuda fija corporativa en España ha superado los 15.000M€ en 2012 según fuentes de Dealogic. A nivel europeo la evolución también ha sido destacable, con un incremento del 50% de la actividad de bonos corporativos en detrimento de los financieros, que han caído más de un 25% ante la menor necesidad de liquidez tras las medidas del BCE en 2012 (BBVA, Santander y Barclays lideran en ranking de emisión de bonos en España en 2012). Se ha observado una mayor apertura de las sociedades españolas y sus accionistas hacia los mercados de capitales. Las emisiones de sociedades no financieras de mayor volumen en España en 2012 fueron las de Telefónica con más de 4.000 M€, Abengoa y Cableuropa, seguidas por las grandes constructoras y compañías energéticas.

Lógicamente, en función del rating, la deuda corporativa de carácter no financiero admitida a cotización en AIAF ofrece distintos tipos medios de rentabilidad, aunque como se ha expuesto, estos tipos pudieran no ser demasiado representativos al estar conformada la media por muy pocas emisiones. Al excluir la siguiente tabla las emisiones financieras, los tipos indicativos de mercado son inferiores a los que en el gráfico 38 se observan a lo largo de 2012.

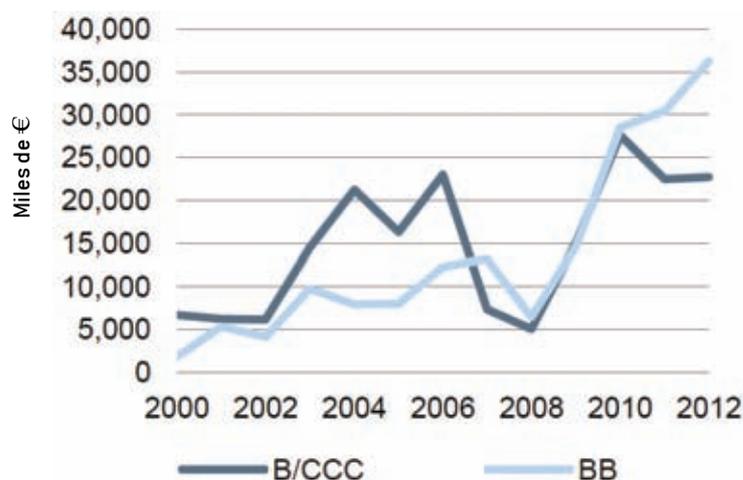
TABLA I

Fuente: AIAF.

RATING	3 años	5 años	10 años
AA	2.510%	3.096%	4.421%
A	2.926%	3.537%	4.897%
BBB	3.447%	4.050%	5.528%

GRÁFICO 39. Volúmenes emitidos de high yield por rating en Europa.

Fuente: Dealogic, DB Research.



No solo se ha visto incrementado el volumen de emisiones y la demanda de bonos en grado de inversión, sino que los denominados bonos *high yield* o especulativos también han experimentado una destacable evolución debido al entorno de tipos bajos, alcanzando cifras récord de hasta 70.000 M€ en toda Europa. Aunque este segmento está menos desarrollado que en otros países, se observa cómo cada vez tienen mayor cabida las emisiones de bajos ratings como muestra el gráfico 39. Además, es interesante el dato que destaca DB Research acerca del distanciamiento de los spread entre los bonos *investment grade* y *high yield* durante la crisis: los inversores perciben ahora un mayor riesgo y por tanto exigen un rendimiento más elevado para los llamados bonos especulativos que en 2007.

No debemos perder de vista que las rentabilidades expuestas en el epígrafe son medidas en un periodo determinado y por tanto, no son representativas de la rentabilidad global del fondo o activo en cuestión, pues todos ellos tienen vidas mayores a los plazos analizados y en consecuencia la media al final del mismo podría diferir sustancialmente de las rentabilidades obtenidas en años puntuales del mismo. Por ejemplo, 2012 podría considerarse como un año algo atípico en lo que a renta fija se refiere, pues la prima de riesgo española alcanzó máximos históricos mientras que el Euribor continuó su descenso. El primer hecho ha provocado que durante algunos meses los inversores hayan logrado rentabilidades máximas en sus inversiones de deuda pública. Esto unido al efecto del Euribor, interés de referencia de la zona euro, ha provocado una revalorización en la "cotización" de la renta fija.

La estabilización de la mencionada prima de riesgo junto con los bajos niveles del Euribor hace prever que en los próximos años la renta fija pública presente una retribución menos favorable a la analizada en estas líneas, hecho que en contraposición con la renta fija corporativa objeto del estudio, hace aún más atractiva para el inversor la futura creación del Mercado Alternativo de Renta Fija que se está configurando.

En comparación con el comportamiento de otro tipo de inversiones como las efectuadas por sociedades o agencias de valores, que tienen sus carteras diversificadas con una participación significativa en renta variable, podemos comprobar en la tabla 2 que las rentabilidades ofrecidas en el último año han estado muy próximas o incluso han quedado por debajo de los rendimientos ofrecidos por la renta fija. Un 16% de estas han incurrido en pérdidas.

TABLA 2. Número de entidades según su rentabilidad anualizada.

Fuente: CNMV.

	Media (%) ²	Pérdidas	0-5%	5-15%	15-30%	30-45%	45-60%	60-75%	75-100%	>100%
1. Sociedades de valores	4,07	14	10	8	7	4	2	0	0	1
2. Agencias de valores	5,99	16	4	6	6	7	0	1	0	1
3. Soc. gestoras de cartera	4,23	2	1	3	0	0	0	0	0	0
Total empresas servicios inversión	4,19	32	15	17	13	11	2	1	0	2

Como venimos analizando a lo largo del estudio, se observa una demanda creciente en los mercados de bonos en Europa a causa de la disminución de rentabilidades y a las restricciones de financiación bancaria, sobre todo en los países de la periferia. Debido al progresivo aumento de las operaciones corporativas, el interés de los inversores en este tipo de activos es cada vez mayor. El entorno bajista de tipos de interés posiciona a los bonos como una buena alternativa en las actuales condiciones de mercado.

Se prevé que las emisiones sigan en aumento, pues los bancos están viéndose obligados a desapalancar sus balances para cumplir los requerimientos de capital impuestos por la normativa. Antes de la crisis la financiación bancaria contaba con fácil accesibilidad, lo cual permitió a las entidades financieras ganar terreno a los mercados de capitales (la proporción de financiación bancaria era 6 veces superior a la corporativa), pero en las actuales circunstancias, la tendencia comienza a invertirse. Esta evolución previsiblemente será más positiva a favor de las emisiones en los países de la periferia como España, por su mayor grado de afectación por la crisis financiera. Adicionalmente, en España los costes de financiación siguen siendo superiores a los de otros países europeos, lo cual correlaciona indirectamente con la emisión de deuda, haciendo a esta opción más atractiva para los emisores.

A pesar de que los tipos de interés se encuentran bajo mínimos históricos en la zona euro (gráfico 41), los niveles de inversión y consumo no atraviesan su mejor momento. Ello repercute en que el ahorro crezca a mayores tasas que el consumo en los últimos años (gráfico 40). La situación en España es aún más llamativa, pues la tendencia del ahorro (medida por la tasa de variación interanual) se sitúa en máximos desde 2008. Este ahorro a día de hoy es prácticamente improductivo, pues los bajos tipos de interés de la zona euro condicionan a su vez unas mínimas remuneraciones como muestra el gráfico 41.

GRÁFICO 40. Tasas de variación ahorro y consumo zona euro.

Fuente: BCE.

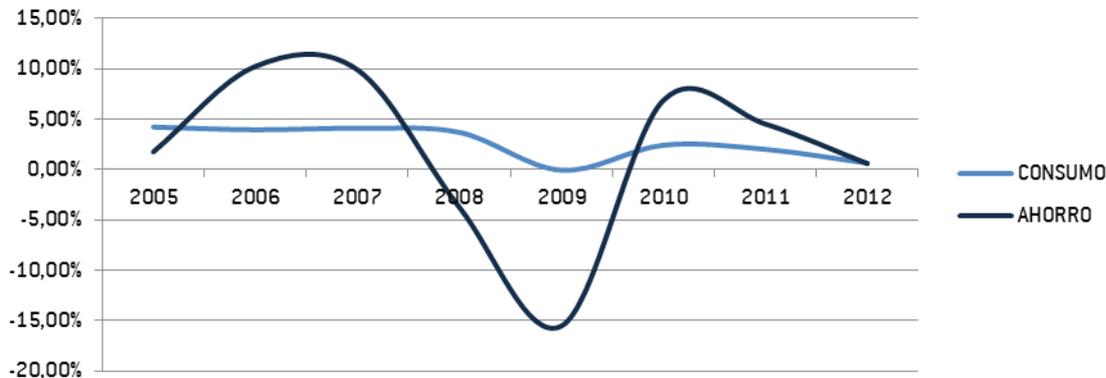
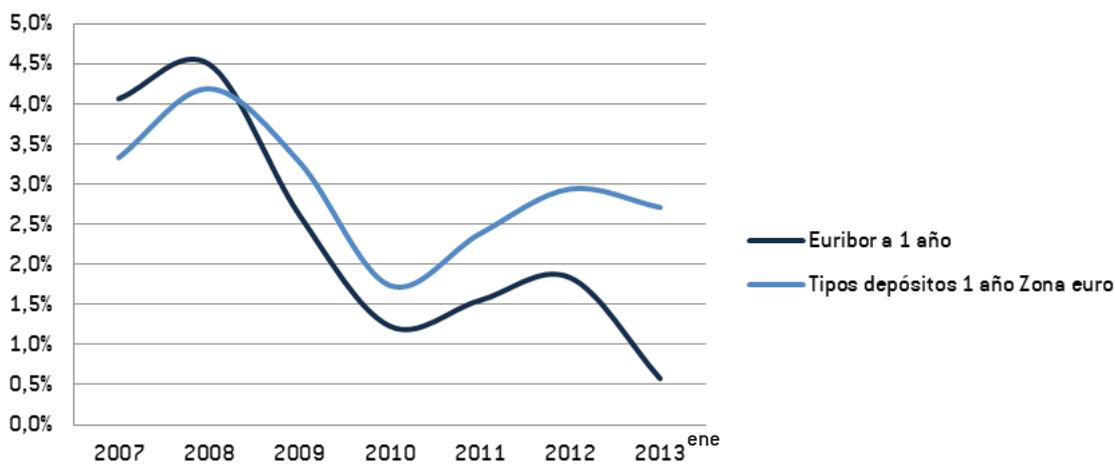


GRÁFICO 41. Evolución Euribor y tipo de interés medio eurozona depósitos a 1 año.

Fuentes: BdE y BCE.



Además del hándicap impuesto por el tipo de interés europeo, desde el pasado mes de enero de 2013 el Banco de España añade una restricción más a la retribución del ahorro: se impone una limitación de tipo de interés a los depósitos y cuentas corrientes con saldos inferiores a 50.000 € (1,75% TAE para el plazo de un año y 2,75% para 2 años), penalizando a aquellas entidades que ofrezcan tipos superiores. Adicionalmente el Ministerio de Hacienda ha impuesto una tasa estatal a los depósitos bancarios que entrañará igualmente pérdida de rentabilidad. Ello conlleva que sea casi imposible rentabilizar el ahorro mediante imposiciones bancarias haciendo prever que los inversores reserven sus ahorros a nuevos destinos como mercados de capital, fondos de inversión, planes de pensiones o bancos extranjeros no afectados por este impedimento (que aprovechan la coyuntura para lanzar “súper depósitos”), entre otras posibilidades, en búsqueda de maximizar su rentabilidad de forma generalizada.

Ya en 2012 se observa cierta tendencia de cambio en la inversión de particulares: según el informe de estabilidad financiera del Banco de España, en 2012 los depósitos de hogares y sociedades no financieras en entidades financieras descendieron un 4%, motivado por la atracción de valores bancarios de renta fija. Mientras los tipos de interés sigan siendo tan bajos, convendrá la inversión en valores de renta fija que además, podrían incluso revalorizarse si la tendencia decreciente de tipos medios continúa (un título que ofrezca un 4% en un entorno en el que los tipos medios se sitúan en el 2% vale más que cuando el interés de mercado sea del 3%).

Tanto es el interés que ha despertado este tipo de inversiones en el sector minorista, que en España acaba de crearse una plataforma para la negociación de renta fija por parte de particulares. La herramienta online ha sido puesta en marcha por la sociedad de valores *Auriga* ante la limitada participación de los inversores minoristas en la deuda privada y la creciente atracción. Permite operar en mercado primario y secundario tanto de deuda pública como privada con total liquidez. Se negocian títulos de más de 2000 emisores diferentes y 200 países distintos, con plazos que van desde los 3 meses.

De hecho, tras los últimos años donde la incertidumbre sobre España provocaba una retirada masiva de capitales, comienzan a observarse atisbos de mejora de las expectativas inversoras. Según el banco de inversión DC Advisory, desde principios de 2013 existe una proporción importante de fondos internacionales interesados en la inversión en deuda española. El objetivo de tales inversores son las empresas con proyección internacional para salvar la posible fragilidad de la economía española pero que a su vez estén en disposición de ofrecer una elevada rentabilidad por su financiación con una solvencia adecuada.

Según Analistas financieros internacionales, en 2013 vencen alrededor de 300.000 M€ actualmente colocados en inversiones seguras (imposiciones a plazo fijo, deuda soberana, etc.) que se van a encontrar bajo un escenario poco propicio para rentabilizarse según lo comentado. De ahí que la creación del MARF suponga una ansiada alternativa para el ámbito inversor, dando un giro a las tradicionales imposiciones aún más acentuado tras la inseguridad que despierta el que las quitas a depósitos de Chipre puedan extenderse a otros países europeos tal y como insinuó el presidente del Eurogrupo. De hecho, los primeros meses de 2013 ya muestran un incremento en la suscripción de fondos y planes de pensiones en detrimento de los depósitos.

Además, como ya se ha mencionado, el comienzo de año ha sido muy favorable para las emisiones de deuda de grandes multinacionales españolas, como Telefónica o Iberdrola, quienes gracias a su solvencia marcada por ratings más favorables que el del país donde albergan sus sedes sociales, han podido emitir a costes inferiores a los del propio Estado español. A pesar de ello, los diferenciales que asumen estas compañías respecto a las que emiten en países no periféricos siguen siendo notables. La diferencia entre emisiones de grandes corporaciones españolas y alemanas puede alcanzar los 150 puntos básicos.

Desde el punto de vista del inversor, la actual situación de España, sumida en una profunda crisis, ha visto estabilizada su percepción de incertidumbre (la prima de riesgo española en tan sólo 6 meses se ha reducido más de 250 puntos). A pesar de ello, los inversores siguen exigiendo una mayor rentabilidad por la simple pertenencia a España, aún tratándose de compañías internacionalizadas y con escasa influencia del riesgo país. Siempre y cuando en el entorno se advierta un riesgo bajo, el spread entre los activos sin riesgo (deuda pública) y los títulos con riesgo como podrían ser los corporativos, será elevado redundando en un mayor rendimiento para los inversores. Las perspectivas para la renta fija corporativa en ese aspecto son por tanto positivas si la estabilidad en los mercados se mantiene.

Las grandes empresas españolas cada vez ven más claro su futuro en el exterior, llevando a cabo potentes estrategias de internacionalización, dato que cada vez está siendo más tenido en cuenta por los inversores. Además, la productividad de nuestras empresas continúa en aumento. Las compañías cotizadas en el Ibex han incrementado su productividad por empleado un 23% en el último ejercicio gracias a las fuertes medidas de contención de costes (el gasto de personal se ha retraído a los niveles de 2005), el efecto de los ajustes, las políticas nacionales y la expansión llevada a cabo mediante crecimiento inorgánico que conlleva en definitiva sinergias y mejoras de la eficiencia.

Estas sociedades se encuentran por tanto en una situación que nunca antes se había vivido y que beneficia enormemente a los inversores que apuesten por el mercado español de deuda: la sombra de una situación económica deteriorada y amenazada por una reducción de rating junto con la solidez de compañías solventes, rentables, internacionales y en expansión. Esta combinación da lugar a inversiones seguras pero que ofrecen rentabilidades superiores a los de países vecinos por el supuesto riesgo país. Las grandes compañías que tienen opción de emitir a través de alguna de sus filiales extranjeras, optan por emitir deuda fuera con el objetivo de no asumir el extra de rentabilidad que se está retribuyendo en España, ante el mismo nivel de riesgo.

Sin embargo, las empresas que centran nuestro estudio y que serían objeto del MARF, no contarán con la posibilidad de emitir en otros mercados fuera de España, viéndose obligadas a retribuir al inversor con una rentabilidad adicional aún contando con una calidad crediticia similar a la de sus homólogos europeos en otros mercados internacionales. La marca *made in Spain* hoy beneficia al inversor, quien aún teniendo un perfil de riesgo conservador, puede lograr rentabilidades incluso superiores a las de la renta variable sin asumir la volatilidad de los mercados. España ha dejado de verse como una inversión amenazante para convertirse en una oportunidad segura y rentable.

De hecho, la emisión de deuda fija corporativa en España ha iniciado 2013 con niveles récord de demanda, lo que ha alentado a que cada vez más compañías opten por esta alternativa de financiación que tan buena acogida está despertando entre los inversores. Destacan las colocaciones de Telefónica, Iberdrola, Gas Natural, REE o ENCE entre otras, todas ellas superando la demanda las expectativas dado su escaso riesgo.

En lo que concierne a la deuda pública, comienza 2013 con excelentes colocaciones y bajos tipos de interés que no se logaban desde 2010. Cabe recordar que en época de crisis la renta fija se con-

sidera un valor refugio. En base a la teoría económica, los tipos de interés de la deuda pública deberían asimilarse a la tasa de crecimiento del PIB nacional, que en el caso de España para 2013 se prevé incluso negativa, lo cual hace augurar que la rentabilidad soberana se mantenga en niveles reducidos.

Para el 2013 el pronóstico es de una menor incertidumbre, aunque los bonos españoles siguen siendo de los más volátiles de la zona euro según Bloomberg. En los gráficos 42 y 43 podemos observar la evolución de la rentabilidad de la deuda pública de los principales países europeos así como una media del conjunto de la zona euro para distintos plazos.

GRÁFICO 42. Bonos a 10 años deuda pública mercado secundario.

Fuente: BCE.

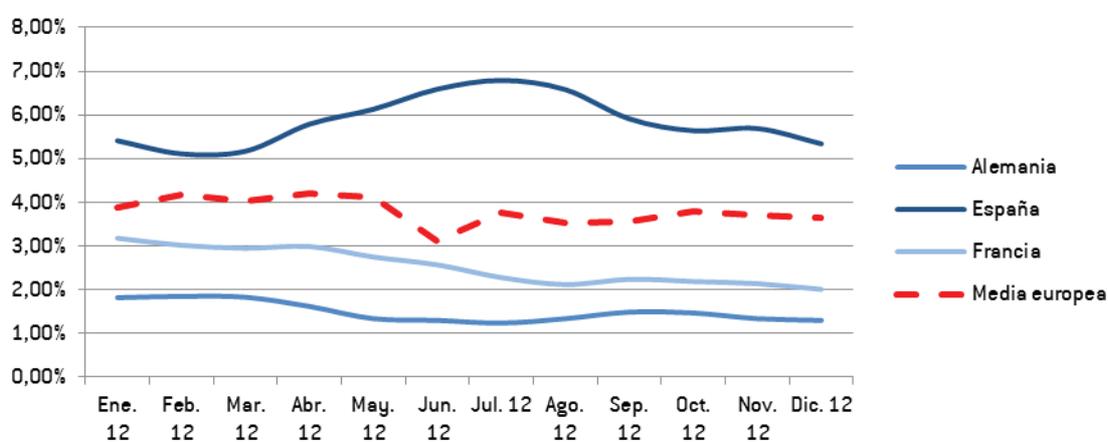
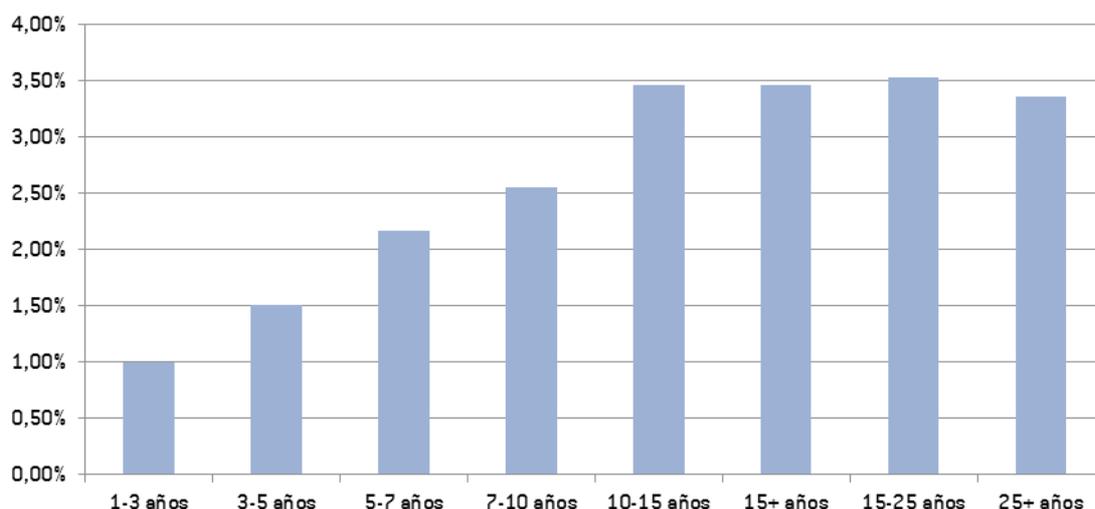


GRÁFICO 43. Rentabilidad media deuda soberana Eurozona.

Fuente: MTS Índices.



La deuda de las comunidades autónomas sin embargo anuncia un empeoramiento a causa de la limitación del Tesoro en lo que se refiere al coste de las emisiones. Como ya se ha mencionado, en función de si la comunidad está o no rescatada, el interés retribuido a los inversores no podrá superar los 250 ó 100 puntos básicos de diferencial sobre la deuda soberana respectivamente, lo que sitúa la rentabilidad de los bonos a dos años en unas rentabilidades estimadas del 2,40% y a 5 años del 3,70%.

En cualquier caso, para compensar el temor que sobrevuela la economía española, los emisores nacionales probablemente tenderán a reducir la incertidumbre con un enfoque que muestre transparencia y donde se reflejen sus fortalezas: mayor aportación de información al mercado, valoraciones externas de riesgo, auditorías, informes periódicos... todo ello con el objetivo de proporcionar mayor seguridad al inversor y que éste tome sus decisiones sin carencias informativas. Conforme mayor sea la contribución de información externa, mayor será la confianza y la transparencia transmitida al inversor, que podría percibir pérdida de credibilidad ante escándalos como el de Pescanova si no se le ofrece un flujo de información fiable y valoraciones independientes.

6. EXPERIENCIA DEL MIDDLE MARKET ALEMÁN EN LA EMISIÓN DE DEUDA CORPORATIVA

Ante las dificultades de acceso a la financiación por parte de las empresas en Alemania a principios de 2010, surge una iniciativa para contrarrestar la pérdida de liquidez financiera: un mercado de emisión de deuda para medianas empresas, lo cual es una práctica muy habitual en mercados anglosajones (como el USPP de Estados Unidos, con emisiones de menos de 100M€ y vencimientos desde 3 a 15 años) pero que en Europa aún generaba reticencias.

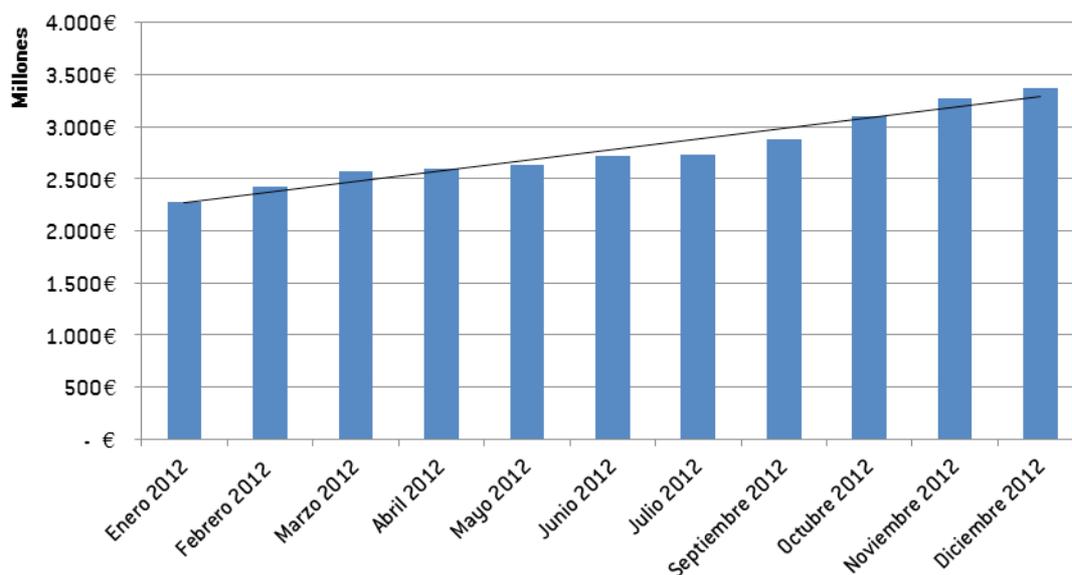
A día de hoy ya son cinco las bolsas alemanas que cotizan estos bonos corporativos con un volumen en circulación superior a los 3.000M€. El interés de los inversores en este tipo de activos es tal, que existe una fuerte competencia entre las bolsas que componen este mercado para captar a los mejores emisores.

Actualmente existen 73 emisiones que cotizan en el *middel market* alemán, el cual a pesar de su leve ralentización a principios de 2012, ha terminado el año con un fuerte incremento de emisores ante las excelentes expectativas y la creciente demanda de este tipo de bonos de alta rentabilidad. En

el último año se han colocado emisiones por encima de 1.000 M€ y la reciente incorporación de la bolsa de Munich al *Mid-Cap Bond Market* hace prever una continuidad en éstas. La demanda responde positivamente y algunas de las emisiones han duplicado a la oferta en tan sólo horas desde el comienzo de la emisión.

GRÁFICO 44. Evolución emisiones 2012 en el mercado alemán.

Fuente: Bolsas alemanas.



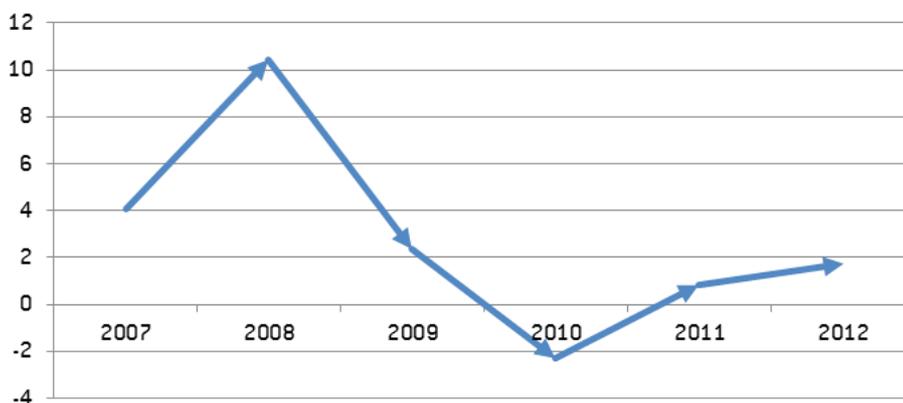
Este mecanismo permite a las empresas emitir de forma directa en el mercado primario sin necesidad de acudir a la intermediación o a grandes inversores institucionales, y una vez colocada la emisión ésta empieza a cotizar en las distintas bolsas, donde se reparten los bonos entre un mix de inversores minoristas e institucionales. Esto además implica un importante ahorro en comisiones y tasas.

Hoy no basta con tener una idea interesante o un proyecto con futuro para lograr la financiación necesaria. Las limitaciones de crédito son estrictas y los demandantes de financiación, a pesar de contar con propuestas de interés y adecuados niveles de solvencia, ven cerradas las puertas impidiendo la reactivación económica. El gráfico 45 muestra como a pesar de que la situación de Alemania dista de la recesión presente en la periferia, la financiación de origen financiero se mantiene en niveles excesivamente bajos. Además, en el último trimestre de 2012 el país ha sufrido una retracción de su economía del 0,6%, signo de que a pesar de liderar la economía de la eurozona, su situación es aún frágil.

Este mercado posee una regulación rigurosa, pero no excesiva para empresas de tamaño mediano, al igual que se espera que ocurra en España. Los emisores cuentan con un consultor que presta asesoramiento regulatorio para dar cumplimiento a las exigencias normativas durante todo el proceso.

GRÁFICO 45. Tasa variación préstamos sociedades no financieras Alemania.

Fuente: BCE



En lo que concierne a la liquidez del mercado, éste cuenta con QLPs (*Quality Liquidity Providers*) que se ocupan de las tareas de contratación electrónica. Su función principal consiste en casar las operaciones y ofrecer contrapartida así como asumir posiciones en caso necesario para asegurar la ejecución de las órdenes.

Las empresas que están optando por estas alternativas proceden de diversos sectores, destacando las sociedades energéticas, inmobiliarias e industriales en general tal y como recogía el anterior estudio de Axesor “A creditless recovery”.

Los emisores que tienen acceso a este mercado son compañías que a pesar de su mediano tamaño (algunas facturan apenas 20M€), presentan una constatada solidez financiera y buscan la captación de fondos con fines inversores. No se trata de sociedades que requieran capital para salvar tensiones de liquidez coyunturales. Al contrario, el destino de los fondos es principalmente lograr crecimiento y expansión con nuevos proyectos. Ello aporta seguridad en el retorno de los inversores, pues no se trata de refinanciaciones o salvavidas para el circulante, sino que la mayoría de estas compañías han empleado el capital en crear nuevas fábricas para su actividad habitual, nuevas líneas de negocio, ampliar infraestructuras, innovar, etcétera, todo ello con unas perspectivas de contrapartida y crecimiento muy favorables. Visto el éxito de esta iniciativa y de otras similares como la de Oslo ABM, en París comienza a impulsarse desde Alternext el lanzamiento de emisiones similares y la bolsa italiana a través del MOT acaba de crear un segmento donde empresas de menor dimensión puedan tener cabida.

Esta inyección de más de 3.000 M€ de euros en la economía alemana permite por un lado favorecer el entorno y las relaciones comerciales debido al incremento de actividad que supone la obtención de financiación, y por otro lado, captar oportunidades de negocio que requieren de una apuesta financiera. Podemos destacar algunos casos como el de la empresa *Eno energy*, que ha podido contribuir al despegue de la energía eólica en Alemania, *Mitec automotive* que tras 20 años de experiencia en el sector comenzará a comercializar vehículos híbridos o la sociedad agrícola *KTG Agrar* que ha expandido su negocio a través de crecimiento inorgánico mejorando sus resultados y solvencia.

La madurez de las emisiones se sitúa en 5 años de media, asemejándose a los vencimientos de las grandes compañías. Sin embargo, la pertenencia a mercados organizados permite ajustar el horizonte temporal de cada inversor. Tan sólo 7 de las 73 emisiones plantean plazos superiores a 5 años, pero en cualquier caso, la fecha de término nunca supera los 7 años.

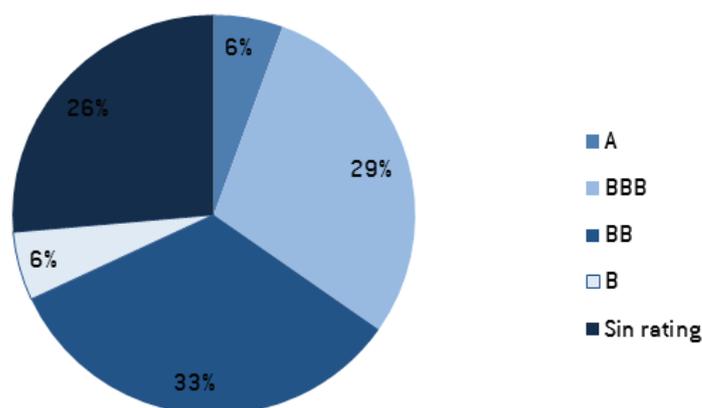
Conviene destacar que desde la creación del mercado, no se ha producido ningún default entre los emisores y estos atienden el pago de sus cupones con total normalidad, lo cual aporta un grado adicional de tranquilidad a quienes apuesten por una inversión segura a la par que rentable. Mientras la demanda de este tipo de bonos se mantenga alta, las compañías medianas podrán mantener sus niveles de financiación y por consiguiente seguir emitiendo en condiciones ventajosas para el inversor, dando lugar a un ciclo favorable a ambas partes y a la economía en general.

Para lograr la confianza expuesta, juega un papel crucial el que más del 75% de las emisiones cuenten con un rating de una CRA alemana registrada por la European Security Market Authority (ESMA). Una Agencia de Rating alemana permite a los emisores respaldar su calidad crediticia mediante el uso de ratings adaptados a las necesidades de las medianas empresas. Adicionalmente, la Agencia de Rating en cuestión ofrece la posibilidad de efectuar un seguimiento y revisión de la calificación para que periódicamente se pueda ofrecer a los inversores la máxima transparencia en lo que a nivel de riesgo se refiere.

Todas ellas parten de un rating mínimo de B, lo que podría estimarse en una reducida probabilidad de incumplimiento próxima al 5%, aunque como muestra el gráfico 46, la mayor proporción de emisiones se acumula en los niveles de BBB y BB que implican probabilidades de default poco significativas.

GRÁFICO 46. Distribución de emisores en el mercado de pymes alemán por rating.

Fuente: Bolsas alemanas.



En definitiva, encontramos un conjunto de sociedades solventes, con un riesgo muy reducido (incluso aquellas que no llegan a alcanzar el nivel de *investment grade*) y con unas rentabilidades superiores a las de productos de renta fija con igual nivel de riesgo. Por ejemplo, el tipo medio de las emisiones con rating de A, supera el 6% con un horizonte temporal de 5 años, mientras que la deuda de la eurozona de igual *maturity* apenas alcanza el 2%. Los bonos de mayor riesgo brindan de media cupones por encima del 7,5% anual.

Por consiguiente, existe una clara referencia en Alemania de un mercado que podría asimilarse al mercado alternativo de renta fija para medianas empresas en España. El *Bond Market* alemán está demostrando unas rentabilidades muy atractivas teniendo en consideración el subyacente que las respalda: sociedades que aun no perteneciendo al segmento de grandes corporaciones, poseen garantías suficientes como para ofrecer niveles de riesgo controlados y avalados por un rating.

7. POSIBILIDADES DEL NUEVO MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA CORPORATIVA (MARF)

7.1. DESCRIPCIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL FUTURO MARF

Las dificultades de acceso a la financiación son una realidad para la gran mayoría de pymes españolas. Como quedó evidenciado en el estudio elaborado por Axesor “A creditless recovery”, la capacidad de endeudamiento de la empresa española se ha deteriorado fuertemente debido a la intensa crisis financiera, y según datos de la última encuesta del BCE, las perspectivas de la mediana empresa en Europa continúan siendo pesimistas en este aspecto.

Si a lo anterior sumamos el hecho de que la situación económica de las pymes españolas continúa en decadencia, con bajadas tanto de ingresos como de resultados, las posibilidades de mantener estructura o crecer resultan cada vez más difíciles para este segmento. La tasa de variación de la financiación otorgada a las sociedades no financieras continúa en negativo, siendo las compañías de menor dimensión las más afectadas por la limitación del crédito.

Ante este escenario, nace la propuesta del Gobierno para crear un mercado organizado donde las empresas de mediana dimensión puedan captar fondos emitiendo su propia deuda: el mercado alternativo de renta fija corporativa (MARF).

Aunque desde el BCE se ha intentado paliar esta restricción del crédito con fuertes inyecciones de liquidez a las entidades españolas (los depósitos del BCE han crecido un 370% en un año), la fi-

nanciación al sector privado persiste en contracción tras la recepción de las ayudas según el BdE. La obtención de los fondos europeos, conllevó a cambio la firma de duras condiciones para las entidades beneficiarias y el país. Entre los requisitos específicos recogidos por el *Memorandum of Understanding* hacia las entidades intervenidas y para la mejora de la supervisión y regulación del sector, implícitamente venía impuesto por el artículo 27 la creación de lo que probablemente será el MARF: se instaba a España a reducir la dependencia bancaria mediante alternativas no bancarias para la financiación. Dicho requerimiento debía ponerse en marcha a mediados de noviembre, fecha para la cual, el Gobierno comenzó a anunciar la futura creación del nuevo mercado.

Esta vía de financiación puede suponer importantes beneficios para el impulso y expansión de la economía española, pero a su vez, abre atractivas posibilidades de inversión a los inversores institucionales como veremos posteriormente. Es un dato favorable el que importantes fondos internacionales ya hayan mostrado su interés en financiar a empresas españolas.

Al estilo del actual AIAF, la idea consiste en que empresas denominadas del *middle market* tengan opción a captar fondos de los inversores interesados a través de bonos, permitiendo así a esta categoría de sociedades lograr financiación por vías alternativas a la bancaria.

La principal diferencia con el mercado actualmente en funcionamiento de renta fija reside en que los procedimientos para emitir estarán más enfocados a empresas de mediana dimensión, en lugar de a grandes compañías y entidades financieras. Los costes de entrada a este tipo de mercados son elevados y por tanto, hasta ahora solo asumibles por grandes corporaciones, ya que además, el coste medio decrece a medida que aumenta el volumen emitido. Al enfocarse el MARF a emisiones más reducidas, se espera que los costes medios puedan ser proporcionales a éstas permitiendo el acceso en condiciones competitivas.

Según los últimos informes mensuales publicados por AIAF, el saldo vivo proveniente del sector financiero alcanza ya un 99% sobre el total en circulación. Tras las recientes emisiones de SAREB, este mercado ha quedado copado por entidades financieras careciendo de utilidad para las medianas compañías con necesidades de financiación, tanto por costes como por accesibilidad en general.

Aunque aún no hay datos certeros de cómo va a funcionar el mercado alternativo de renta fija corporativa, el Ministerio ha publicado una propuesta inicial de la que se deduce a grandes rasgos el funcionamiento del futuro mercado.

Como premisa, cabe destacar que este mercado estará dirigido a empresas que a pesar de presentar necesidades de financiación, tengan una elevada solvencia y una situación financiera saneada, de modo que la inversión se materialice en una deuda segura. Se prevé que las emisiones salgan al mercado con un rating mínimo de B, lo que a pesar de situarse en grado *high yield* asegura una adecuada calidad crediticia bajo un riesgo de insolvencia muy controlado, estimándose la probabilidad de incumplimiento en un 5%.

Según los estudios de potencialidad de Axesor, se trataría de compañías que buscan fondos para crecer y abarcar nuevos proyectos de expansión al igual que ocurre en el mercado alemán y no para salvar problemas de liquidez coyunturales. Estimamos que alrededor de 100 compañías cumplirían con el perfil idóneo para emitir en este mercado de manera inmediata, aunque el potencial global del tejido empresarial español pudiera ser muy superior.

Por otro lado, los activos negociados en este mercado estarían dirigidos a inversores institucionales, pues son estos quienes mayores volúmenes de inversión están en disposición de negociar (además de que para atraer su capital los importes negociados deben ser elevados). Esto sin embargo puede limitar el acceso de ciertos inversores, los cuales están restringidos a invertir sólo en activos con cierto nivel de riesgo asociado (medido por su rating). El poseer rating se posiciona como un requisito forzoso para materializar una inversión en muchos de los casos (fondos monetarios, instituciones de inversión colectiva, etc), exigido en ocasiones incluso por Ley.

Según los análisis llevados a cabo por Axesor, se prevé que en este segmento de empresas la proporción de compañías en *investment grade* sea inferior al que podemos encontrar en el grupo de grandes corporaciones, lo que a su vez, ofrece unas rentabilidades superiores. Aún así, Axesor estima que el 34% de la deuda negociada en el MARF se ubique en este rango de rating, lo cual respalda las emisiones con una elevada calidad crediticia.

Volviendo a la operatividad del mercado, la propuesta recoge que éste funcione a través de un sistema multilateral de negociación buscando una mayor flexibilidad en comparación con los mercados secundarios. Al igual que en los grandes mercados de renta fija, puede ser conveniente que las emisiones del MARF sean accesibles desde plataformas electrónicas de gestión directa (tipo SEND, SENAF o AURIGA). De este modo las contrataciones se efectuarían con mayor autonomía y a su vez estas plataformas compilarían toda la información disponible de la deuda en circulación.

De la propuesta se deduce el interés por minimizar las trabas burocráticas y plazos de emisión con el fin de simplificar las operaciones lo máximo posible. Sin embargo, no es recomendable que se reduzcan en exceso las exigencias de información: cuentas anuales auditadas, informes semestrales y rating. Los emisores, a pesar de su descontada solvencia, por su tamaño pueden generar reticencias de inversión, por lo que si se simplifican los requerimientos de información y rating, se podría ver mermada la transparencia perjudicando la colocación.

En cuanto a los volúmenes de emisión, como ya adelantaba Axesor hace unos meses, la propuesta del Gobierno baraja emisiones de alrededor de 20 ó 25 M€ y unos plazos cortos de inversión para adaptarse a las necesidades de los inversores institucionales, aunque no se descarta que se emitan distintos tipos de activos que cubran varios tramos de rentabilidad, plazo y riesgo. Puede plantearse como necesario el establecer vencimientos inferiores a los dos años, o bien dotar al mercado de la liquidez suficiente para que sea factible invertir a corto plazo.

La liquidez es otro de los aspectos controvertidos en la creación del mercado. Los inversores institucionales con volúmenes de inversión significativos deben contar con la posibilidad de deshacer po-

siciones de inversión antes de vencimiento o bien de valorar sus inversiones a precio de mercado en determinados momentos del tiempo, lo que supone que existan cotizaciones y por tanto, movimiento. Es preciso que exista una profundidad óptima del mercado que permita una correcta formación de precios, lo cual implica unas garantías de entrada y salida de los instrumentos y en consecuencia, de liquidez. La propuesta del Ministerio de por sí ya denota como uno de los agentes a la entidad de liquidez, cuya función es la de gestionar la liquidación y compensación de valores y efectivo derivadas de las operaciones ordinarias en los mercados secundarios.

La concepción de las compañías que emitan en términos de imagen corporativa y riesgo también puede influir en el funcionamiento del sistema e indirectamente en la liquidez. Para garantizar la demanda de inversores y la entrada de emisores, conviene que de manera general, las emisiones cuenten con un perfil atractivo y un riesgo bajo o moderado. Es decir, el que las empresas emisoras se perciban con alto riesgo o con una situación desgastada, generará rechazo de nuevos emisores que no quieran verse relacionados con compañías hostiles, y a su vez, por el lado inversor, la existencia de compañías débiles y arriesgadas en el mercado, provocará connotaciones negativas hacia el mismo, viéndose perjudicada la demanda. Todo ello, repercute negativamente en la liquidez, pues supone la reducción del número de operaciones. Es por tanto clave para evitar situaciones de este tipo que el mercado se dote de la máxima transparencia y se ofrezca al inversor la mayor información posible tanto de riesgo como corporativa.

En cuanto a los intermediarios que participarían en el mercado, para facilitar el proceso de emisión y a su vez reducir los costes, se prevé que se unifiquen algunas funciones como la coordinación y asesoramiento de la inversión, o como la colocación y la valoración de la misma. Esto no solo reduciría los costes de entrada a los emisores, sino que simplificaría la operación y mejoraría los plazos de salida al mercado.

Otro de los aspectos que debería contemplar la emisión es la posibilidad de ampliar la emisión de deuda con nuevos tramos asociados al mismo programa, reduciendo así las trabas burocráticas y facilitándose las nuevas emisiones.

Por último, existen ciertas restricciones legales que podrían obstaculizar el correcto funcionamiento del MARE, como por ejemplo, la limitación de emisión sólo a sociedades anónimas. Sería preciso por tanto modificar la legislación para que las sociedades limitadas puedan emitir, pues según el mencionado estudio de potencialidad de Axesor, entre los posibles emisores se encuentra un 26% de sociedades con dicha forma jurídica. Por lo pronto, ya se ha modificado la limitación del volumen de emisión (Ley de sociedades anónimas, art. 405) restringiendo sus efectos en función del tipo de inversor. Anteriormente este límite venía determinado en la Ley de Sociedades de Capital por la cuantía de fondos propios más reservas, pero en base a la experiencia de otros mercados similares, tal proporción no resulta determinante (según datos de Axesor, un 32% de las sociedades con potencial de emisión incumpliría esta prohibición).

En conclusión, se espera que el mercado alternativo de renta fija esté en marcha antes de fin de año y que acapare el interés tanto de emisores como de inversores. Las mejores empresas con perspectivas de crecimiento lograrán una vía eficaz de conseguir la tan ansiada financiación hoy día y los inversores podrán incrementar la rentabilidad de sus carteras sin ver ampliado el riesgo de la misma. Como veremos posteriormente, la inversión en el MARF se posiciona como una oportunidad muy atractiva.

7.2. COMPARATIVA CON OTRAS ALTERNATIVAS PÚBLICAS DE FINANCIACIÓN

La continua preocupación por la escasez de financiación de las pymes y el cumplimiento del *Memorandum of Understanding* en su objetivo de lanzar nuevas vías de financiación que reduzcan la dependencia bancaria, ha llevado a poner en marcha o proponer algunas otras alternativas de mediación pública para la financiación del segmento empresarial más desfavorecido, pero como desarrollamos en este epígrafe, la propuesta del MARF es la que mayores beneficios puede reportar tanto a inversores como al Estado español.

Una de las alternativas barajadas en el plan de estímulo económico y apoyo al emprendedor para reactivar la financiación fue la emisión de pagarés de pequeñas empresas que contasen con aval público a modo de garantía. Sin embargo, el provisionar esta deuda implicaría un respaldo estatal que podría afectar a las cuentas públicas de manera negativa tal y como se informó desde el propio Ministerio de Hacienda. Además, si los emisores por su reducido tamaño no pudiesen transmitir información suficiente a los inversores acerca de su solvencia, sus pagarés podrían ser poco demandados.

Adicionalmente, se anunció una intensificación de las líneas de liquidez del ICO. Concretamente se ofrecerá una mediación especial para pymes con un presupuesto de 22.000 M€ para otorgar préstamos en 2013. Ya en 2012 el esfuerzo por parte del Instituto de crédito oficial se plasmó en un 32% de aumento de los préstamos respecto al año anterior (un total de 27.532 M€), aportando más de 10.000 M€ a las pymes españolas. Concretamente ha sido destacable su participación en el Fondo Español para la financiación del pago a proveedores (FFPP) que se creó mediante un gran préstamo sindicado para rescatar a las administraciones públicas con pagos pendientes a sus proveedores. El ICO además de aportar más de 6.000 M€ al fondo se ocupó de gestionar la operación y abonar las facturas pendientes, suponiendo ello un importante respiro para las pymes afectadas.

Sin embargo, como dato negativo, las dotaciones de provisiones del ICO crecieron más de un 80% respecto a 2011. Ello hace prever una deteriorada calidad crediticia de los préstamos concedidos, lo cual podría provocar efectos perjudiciales para los fondos públicos. Además, precisó recurrir a los mercados de capitales para captar 19.000 M€. La financiación de estas compañías de cara al inversor no ha supuesto grandes ventajas, pues al actuar el ICO como mediador, ha sido la propia institución quien ha emitido la deuda respaldada en las pymes perceptoras de los fondos, comu-

nidades autónomas con dificultades de liquidez, etc. Los inversores podrían estar asumiendo de manera indirecta los riesgos asociados a los anteriores subyacentes, pero bajo una rentabilidad mucho más ajustada (entre el 3% y 4%) por tratarse el emisor de un organismo público. Se puede decir que existe por tanto cierto coste de oportunidad soportado tanto por el Estado como por los inversores a favor de las pequeñas y medianas empresas españolas.

Por otro lado, se crearon vías similares a la emisión de pagarés pero basadas en la intermediación financiera. Es el caso de los fondos FTPYMES. Estos fondos de titulización de activos son un mecanismo de transferencia de riesgo (préstamos o créditos) que lleva asociada la generación de liquidez para el cedente (entidad financiera). Solo se consideran fondos FTPYME aquellos títulos que al menos en un 50% de su importe hayan sido concedidos a pymes con un vencimiento superior al año, o bien aquellos que destinen un 80% de la liquidez obtenida en nuevos préstamos para pymes en los dos años siguientes. Los bonos emitidos por los fondos FTPYME con calificación AA equivalente o superior, pueden obtener un aval por parte del Estado a través del Tesoro Público de hasta un 80% de su importe. Las comisiones por otorgar el aval también están ligadas al rating. Todos los valores emitidos por un fondo de titulización que sean avalados por el Estado deben negociarse en un mercado oficial español de valores.

En la última convocatoria, año 2011, se constituyeron cuatro fondos, pero durante 2012 no se ha creado ninguno nuevo. La emisión total de bonos realizada por estos cuatro fondos, que han recibido 1.660 M€ en avales del Estado, alcanza la cifra de 3.689 M€ de los que al menos el 80% (2.951 M€) han debido destinarse según exponía la normativa a nuevos créditos y préstamos para PYMES durante 2012, y el resto hasta completar los 2.951 M€, tendrá salida durante 2013. Al igual que en el caso anterior, aunque el riesgo que subyace a la inversión son los pagarés titulizados, los emisores son SPV y por tanto la rentabilidad que ofrecen al inversor no es tan atractiva como la que podrían ofrecer las propias pymes que son quienes reciben la financiación final.

Otra de las recientes iniciativas de origen público (o mixto en este caso) para facilitar la financiación es el lanzamiento de un fondo de inversión por parte de Cesce destinado a captar fondos de las empresas no financieras del Ibex 35. Esta inversión se materializa en facturas pendientes de cobro de pequeñas y medianas empresas españolas que cuenten con el respaldo del seguro de crédito de Cesce. El fondo operará bajo la regulación de Luxemburgo y se estima que cuente con un patrimonio inicial de 75 M€. Esta opción no puede ser valorada como alternativa para inversores institucionales pues está enfocada solo a empresas del Ibex bajo una visión de responsabilidad social. Aunque el riesgo de los inversores es escaso al tratarse de sociedades con seguro de Cesce, en este caso es la propia empresa (pública por el momento) quien asume el riesgo de insolvencia a través de su negocio convencional.

Valorando de manera conjunta las distintas alternativas llevadas a cabo por iniciativa pública, se deduce que la propuesta del Mercado alternativo de renta fija es la que mayor importe podría captar de inversores institucionales, con una menor implicación e intervención pública y ofreciendo como veremos posteriormente, rentabilidades más favorables al inversor con un nivel de riesgo

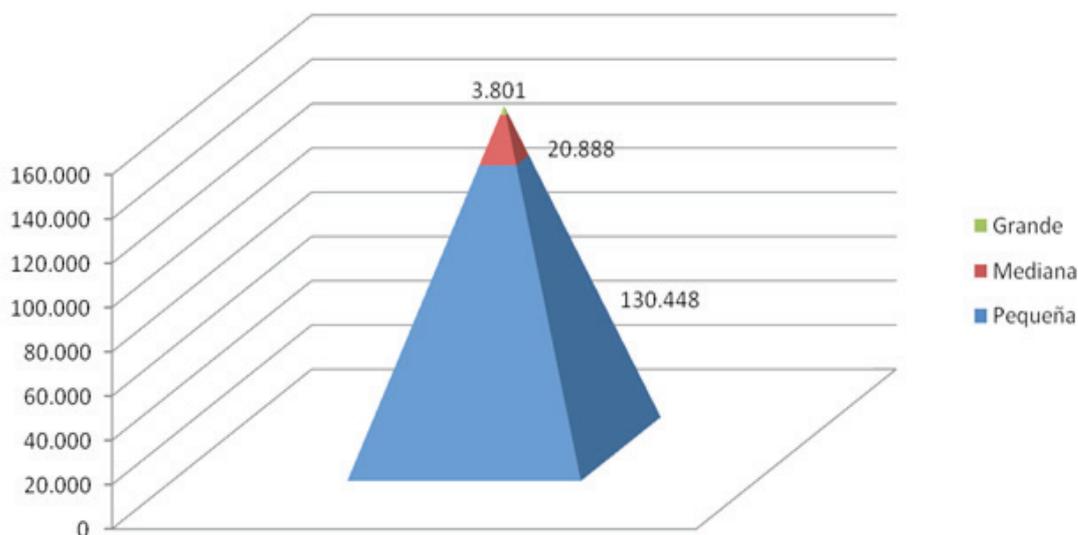
similar. El MARF por lo tanto se plantea como una oportunidad interesante tanto desde el punto de vista emisor como inversor. Dadas las ventajas y beneficios que supondría para la economía la captación de fondos a través de este mercado, el esfuerzo público podría orientarse hacia incentivos fiscales que equiparasen la inversión en el MARF a la de mercados secundarios oficiales. Por lo pronto, el Gobierno ya ha planteado en su Programa Nacional de Reformas 2013 destinar una partida de 1.000M€ para que se canalicen a través del ICO en inversiones en el MARF. El impulso público puede ser el mejor mecanismo de que cobre protagonismo y se incentive esta nueva vía de obtención de recursos destinada a reducir la dependencia bancaria y reactivar la complicada situación que atraviesa España.

7.3. RANGO ESTIMADO DE RENTABILIDAD Y DE RIESGO

Observando la distribución de sociedades por tamaño en el territorio español, se advierte la predominancia de pequeñas empresas, ello sin considerar las microempresas que suponen la gran base de la pirámide alcanzando más de 1,2M de sociedades. Aún así, el mercado de medianas empresas español es muy amplio como se puede ver en el gráfico 47. Son éstas por su tamaño medio las que se encontrarían en disposición de participar en el futuro MARF.

GRÁFICO 47. Distribución empresas españolas por tamaño.

Fuente: INE.



El requisito fundamental para que la emisión de deuda sea factible pasa por ofrecer garantías de seguridad, no sólo las del mercado en términos de operatividad y liquidez, sino en lo que se refiere al propio riesgo del emisor.

Según los análisis llevados a cabo por Axesor y en base al comportamiento de riesgo observado en nuestra experiencia, en España a pesar del duro entorno económico, encontramos una proporción significativa de sociedades medianas cuya estructura financiera se mantiene firme y resiste las adversidades mostrando una sobrada solvencia, consecuencia de una buena gestión y una moderada exposición al riesgo durante la crisis. Ello unido a que la empresa española se encuentra en un proceso de ajuste y contención de costes que está provocando un incremento de la eficiencia en la gestión y en la productividad en general de los recursos, da lugar a unas empresas adecuadamente preparadas para afrontar la disciplina de un mayor endeudamiento de manera sostenible.

La austeridad de las medidas políticas unida a la necesidad de adaptar las estructuras a los niveles de negocio actuales, lleva a aplicar políticas que nunca antes habían sido necesarias. Los gastos superfluos desaparecen, la eficiencia de los costes laborales roza máximos y los esfuerzos para no reducir negocio son cada vez mayores, implantando nuevas estrategias que cambien la tendencia. Todo ello da lugar a un conjunto de empresas sólidas, con proyección favorable y escaso riesgo cuyo futuro podría alcanzar ambiciosas metas de contar con el impulso financiero que ello requiere.

Uno de los métodos más completos para valorar qué empresas se ubican bajo esta categoría de “empresas top” y cuáles no, pasa por la obtención de un rating registrado por la European Security Market Authority (ESMA), donde una agencia de rating con conocimiento experto en el análisis de empresas, otorgue una calificación crediticia que permita al inversor identificar el riesgo real de sus decisiones. Además, gracias a ello se reducen notablemente las asimetrías de información.

En el estudio publicado por Axesor “A creditless recovery” se analizaron las sociedades que potencialmente podrían cumplir con los requerimientos de solvencia y riesgo necesarios para emitir en el futuro mercado alternativo de renta fija corporativa. Encontrábamos un conjunto superior a 700 sociedades que por criterios de tamaño, riesgo y necesidad de financiación respondían al perfil de emisor. Se trataba de compañías saneadas, con adecuado respaldo financiero, diversificadas, internacionalizadas, innovadoras, muy rentables y en crecimiento.

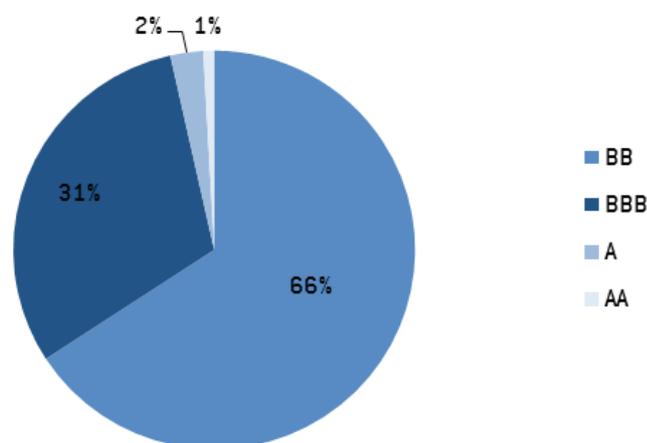
Como se ha mencionado, es importante que el perfil de empresa emisora sea atrayente, no sólo para captar inversión sino para fomentar la propia emisión, ya que el mercado en caso contrario podría ver su imagen deteriorada y generar reticencias en sus operaciones, afectando negativamente al funcionamiento y liquidez del mismo.

Haciendo foco en aquellas sociedades que por sus circunstancias y características cuentan con una mayor posibilidad de emitir, existen en torno a 100 compañías españolas que podrían encajar en una primera fase de la emisión. Son sociedades con beneficio estable y capacidad de endeudamiento suficiente para asumir responsabilidad sobre nueva deuda, y por supuesto, dando por hecho siempre un rating mínimo aceptable.

En lo que se refiere a riesgo, 3 de cada 10 sociedades responden a una calidad crediticia estimada de BBB (*investment grade*), lo que se traduce en una probabilidad de insolvencia estimada inferior al 1%. Más de la mitad del grupo analizado, se ubicaría bajo un rating estimado de BB, lo que igualmente responde a una mínima probabilidad de default por debajo del 2% de manera aproximada. Es decir, según los datos analizados por Axesor, el 34% de las sociedades seleccionadas supera el rating de BBB y el 66% restante permanecería bajo el mayor de los grados de la escala *high yield* (BB).

GRÁFICO 48. Distribución potenciales emisores por rating.

Fuente: Axesor.



Son, por tanto, sociedades con un nivel de riesgo bajo, pero con una posición financiera y competitiva muy ventajosa a la que quieren extraer el máximo partido posible. Es por eso, que este tipo de sociedades como ya vimos en el anterior estudio (en términos de rentabilidad económica y apalancamiento) está en disposición de retribuir a sus inversores holgadamente, pues es mayor el coste de oportunidad de no afrontar sus proyectos de crecimiento que el de la propia financiación, tan escasa a día de hoy. Precisamente la ausencia de financiación de los últimos años y la elevada dependencia bancaria, podría conllevar el que estas sociedades se vean en la necesidad de recompensar a los inversores con atractivos retornos a pesar de su reducido riesgo, que como ya hemos expuesto, quedaría a niveles incluso por debajo del 1% de probabilidad de *default*. No sólo podría penalizar a los emisores la ley de oferta y demanda de crédito, sino que la pertenencia a España supone un hándicap que constituye un coste extra para el emisor, aunque como ya hemos visto, las empresas españolas del segmento analizado quedarían muy levemente afectadas por el riesgo país e incluso el hecho de pertenecer a España y adaptarse a los acontecimientos las hace aún más eficientes de cara al inversor.

Se trata de una excelente coyuntura para los inversores, pues el binomio rentabilidad-riesgo podría ser muy ventajoso para estos: sociedades solventes y rentables, con un rating que respalde su buen hacer, eficientes, diversificadas y con futuro prometedor, pero que a causa de ser compañías

medianas, españolas, en un escenario de ausencia total de liquidez, están en disposición de compensar al inversor en un grado superior al que podría corresponder a su riesgo.

En cualquier caso, la rentabilidad se encuentra condicionada tanto por la solvencia que demuestre el inversor como por el rating y el plazo de la inversión, que juegan un papel determinante a la hora de cuantificar el rendimiento de ésta.

Además de lo anterior, también influye de manera significativa la oferta y la demanda. Los países como EE.UU. donde existe un mercado de deuda ampliamente desarrollado y cuya demanda acompaña a las emisiones, ofrece, de media, unas rentabilidades inferiores por tramo de rating a los de sociedades que emiten en Europa, donde la oferta de este tipo de bonos es mucho más reducida. Ejemplo de ello es el caso de Telefónica, que cuenta con emisiones tanto en mercados europeos como en no comunitarios (Suiza, EE.UU.,...) y el coste asociado a cada país en el mismo momento temporal y con el mismo vencimiento dista hasta en 78 puntos básicos a pesar de que las condiciones de la empresa no varían (mantiene igual rating).

En España los mercados de deuda aún están muy limitados para las sociedades no financieras, aspecto por el cual tanto oferta como demanda hasta ahora se han situado en bajos niveles. Sin embargo, por los motivos que recogemos a lo largo del estudio y las actuales circunstancias del país, cabe esperar un mayor desarrollo de la oferta próximamente, lo que sin duda repercutirá positivamente en las rentabilidades ofrecidas al inversor como recoge la matriz (tabla 3).

TABLA 3. Rangos de rentabilidad estimados del Mercado alternativo de renta fija

Fuente: Axesor.

Rating / Vto	1 año		2 años		3 años		5 años		6 años		7 años	
	Mínimo	Máximo										
AAA	1,36%	1,68%	1,75%	2,21%	2,41%	2,68%	3,11%	3,75%	3,56%	4,15%	3,45%	4,07%
AA	1,62%	2,09%	1,94%	2,36%	2,86%	3,61%	3,58%	4,86%	4,01%	5,69%	4,07%	5,79%
A	2,75%	3,29%	3,29%	3,68%	4,18%	5,07%	5,12%	7,02%	7,11%	8,03%	7,14%	7,84%
BBB	3,62%	4,78%	4,20%	5,15%	5,37%	6,50%	7,12%	8,19%	7,97%	9,21%	8,10%	9,36%
BB	4,12%	5,28%	5,17%	6,22%	7,28%	8,29%	8,23%	9,85%	9,09%	10,78%	8,74%	10,24%
B	5,48%	6,42%	6,58%	7,67%	7,98%	9,42%	9,62%	11,88%	10,19%	11,90%	9,78%	11,78%
<=CCC	5,98%	7,02%	7,15%	8,43%	10,35%	12,29%	-	-	-	-	-	-

La matriz recoge los distintos rangos de rentabilidad que cabe esperar que se presenten en el mercado alternativo de renta fija en función del rating del emisor y el vencimiento de la deuda con el fin de que el inversor pueda prever y comparar en términos de rentabilidad el riesgo que asume en los distintos plazos.

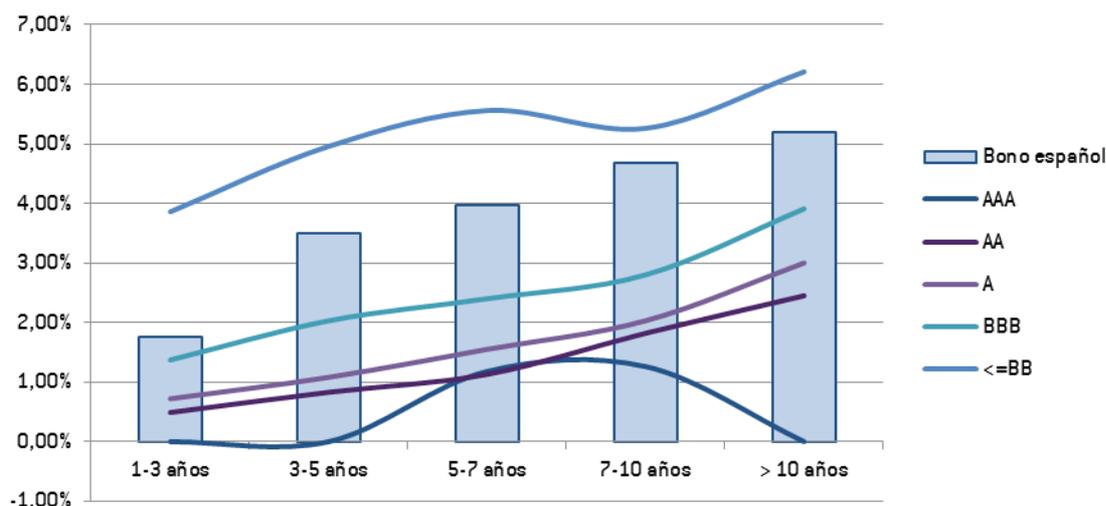
Aunque en principio como ya se ha expuesto el mercado estaría enfocado a las sociedades con una adecuada calidad crediticia, para los periodos más cortos de tiempo se plantean también las rentabilidades que bonos de inferior rating podrían ofrecer. Los plazos más amplios serían cubiertos por sociedades con menor probabilidad de insolvencia.

La matriz ha sido construida aplicando el conocimiento interno de Axesor como experto en riesgo y Agencia de calificación registrada por la autoridad europea ESMA, lo que le permite disponer de una amplia experiencia y *know how* en la estimación de riesgo así como una extensa base de datos a partir de la cual evaluar los resultados observados a través de metodología y criterio experto financiero.

Asimismo se han tomado como referencia las prácticas en mercados análogos internacionales y los datos agregados de los índices de referencia en iBoxx para emisiones europeas, procurando los ajustes convenientes en función del país, tamaño del emisor, situación económica y tipología de emisores. Igualmente han sido consideradas las curvas de interés de los distintos activos y las emisiones de deuda pública de la Eurozona con el fin de matizar a través de los spreads pertinentes los distintos rendimientos y ajustar el teórico riesgo país.

GRÁFICO 49. Rentabilidades medias emisiones en Europa (abril-2013).

Fuente: iBoxx.



Todo ello ha sido enmarcado en la situación macroeconómica del país, pues no debemos olvidar que se trata de un mercado con origen español y por tanto la economía nacional puede condicionar las cotizaciones del MARF. Es clave tomar en consideración la estructura de tipos de interés marcada por el Banco Central Europeo en su política monetaria así como su evolución, pues en la actual situación los agregados monetarios juegan un papel clave en el sistema financiero, los mercados y la economía en general. A su vez, el riesgo país que los inversores descuentan en España pro-

voca un “cambio de origen” respecto a los bonos de similar riesgo en Europa, haciendo que las rentabilidades esperadas del MARF partan de un escalón superior como venimos justificando a lo largo del documento. Ejemplo de ello puede observarse en el gráfico 49.

En cualquier caso, es preciso matizar que las rentabilidades han sido estimadas tomando como fecha de referencia el inicio de 2013, y por tanto, están sujetas a variación en función de cómo evolucionen las condiciones económicas y del mercado. Además, la información disponible sobre la configuración del mercado es escasa, lo cual repercute en que las estimaciones no dispongan del nivel de detalle deseado, pudiendo ser las rentabilidades distintas a las reales una vez puesto en marcha el MARF.

En la medida en que el mercado se consolide, se genere una mayor confianza sobre el mismo y se cimente una masa de inversores recurrentes, las rentabilidades podrían presionarse a la baja, pero el desconocimiento inicial previsiblemente sea compensado por los inversores con una penalización del coste de emisión, repercutiendo positivamente en las rentabilidades exigidas.

Asimismo, el apetito por el riesgo de los inversores puede ser determinante a la hora de establecer el coste de una emisión. Conforme la demanda de activos con mayor grado de riesgo crezca, los tipos pudieran ceder a la baja y viceversa. La oferta y la demanda ejercerán presiones en uno y otro sentido conformándose distintos precios en función de cada escenario.

La liquidez que finalmente exista en el mercado igualmente podrá disponer cambios en los tipos propuestos. Si tal y como se prevé, el mercado se diseña de modo que exista una correcta formación de precios, se podrá contar con una liquidez adecuada y por tanto las rentabilidades se inclinarán a la baja, pero en el momento inicial, ésta será limitada y ello fuerza a que las rentabilidades sean superiores.

A su vez, la actual prima de riesgo sufre cierta volatilidad como ya se ha expuesto, lo que podría dar lugar a condiciones muy dispares en función de su evolución. Aunque como hemos visto, la influencia de la economía española en estas sociedades emisoras es muy reducida, es inevitable que la situación del país afecte al mercado que nos ocupa. Con lo cual, si la prima de riesgo continúa su senda descendente, cabe esperar que las rentabilidades expuestas tiendan a bajar.

Por último, la política fiscal que se defina en torno al MARF también podría afectar a las rentabilidades esperadas, tanto desde el punto de vista del emisor, quien puede ver reducido su coste neto si se aplican medidas que faciliten el acceso a esta financiación, como del inversor, que podría ver disminuido el impacto fiscal de sus rendimientos de capital mobiliario en caso de aplicarse incentivos.

TABLA 4. Comparativa rentabilidades medias renta fija española a 5 años.

Fuente: Inverco, AIAF, Tesoro público y elaboración propia.

Opciones de inversión 5 años	Rentabilidad media
MARF	6,86%
Fondos inversión	1,98%
Planes pensiones	1,95%
AIAF	2,75%
Deuda pública	2,84%

En definitiva, las rentabilidades esperadas del MARF superan notablemente para la mayoría de plazos y ratings las ofrecidas por títulos de igual riesgo y duración en otros mercados de deuda por los motivos expuestos en los párrafos previos. La tabla 4 es un claro ejemplo de ello: si comparamos las rentabilidades medias a inicios de 2013 de las principales opciones de inversión en renta fija en territorio español a un plazo de 5 años, las expectativas del futuro MARF superan considerablemente a las actuales alternativas.

Se trata por tanto de una oportunidad para el inversor que por primera vez en España podrá optar a emisiones de compañías medianas con una adecuada capacidad financiera obteniendo como contrapartida excelentes rendimientos en relación al riesgo medio estimado debido a las circunstancias macroeconómicas y la devaluación interna que atraviesa al país, a la vez que le permitirá diversificar su portfolio de inversión con bonos industriales cuyo ratio rentabilidad-riesgo es de gran atractivo.

MARF: Oportunidad para PYMES y perspectiva para inversores

Jesús Hernando Sarriá Pedraza. Profesor del IEB

Javier Ramos-Juste. Responsable del Gabinete de Estudios Económicos de Axesor

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN. WP-2013-1013-GR

