

MARF: experiencias europeas comparables

El proceso de desintermediación bancaria en la financiación de empresas comienza a sentar las bases para su desarrollo en España, siguiendo los pasos de otros países europeos que ya han desarrollado previamente estructuras de financiación alternativas al canal bancario, ante la necesidad de desapalancamiento de sus sistemas bancarios. Observando cómo ha evolucionado el proceso de implantación de diferentes mercados alternativos de renta fija en otros países europeos, podremos tener una idea sobre el potencial de desarrollo y capacidad de captación de fondos que presenta el MARF. Además, un análisis en detalle de estos sistemas y su funcionamiento permitiría optimizar el funcionamiento del MARF y evitar errores que se hayan producido en las fases iniciales de estos mercados en otros países. En concreto, los países que cuentan con mercados renta fija con características similares al MARF dentro del entorno europeo son Alemania, Noruega y Francia.

Javier Serrano

En el presente artículo se detallan las características de cada uno de estos mercados, así como las principales diferencias con respecto al modelo recientemente implantado en España.

ALEMANIA. MITTELSTAND BOND MARKET

El *Mittelstand Bond Market* (MBM) alemán se desarrolló entre 2010 y 2011, año en el que las empresas medianas no cotizadas comenzaron a emitir. En la actualidad, existen 5 mercados con segmentos de renta fija dirigidos a empresas de estas características: Stuttgart, Düsseldorf, Frankfurt, Múnich y Hamburgo-Hannover.

La principal diferencia con el mercado español es que está dirigido no sólo a inversores profesionales, sino también a inversores minoristas, con un nominal unitario de emisión máximo de 1.000 euros, a excepción del mercado de Múnich donde el nominal de inversión no está limitado.

Los requisitos de las empresas emisoras son diferentes en cada segmento, pero en líneas generales, son los siguientes:

- Ventas entre 25 y 400 millones de euros.



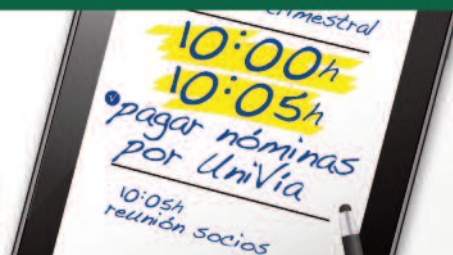
[iStock]/Thinkstock

- Ratio de cobertura de intereses de 3x (EBIT/Gastos financieros).
- Rating asignado por una de las tres agencias de calificación crediticia aprobadas por BaFin: Creditreform, Euler Hermes y Scope.
- No hay un rating mínimo, a excepción del mercado de Frankfurt y Düsseldorf, donde el rating mínimo requerido es de BB y BB+ respectivamente.
- Volumen de emisión mínimo de 10 millones de euros.

En cuanto a los requisitos de información, se fijan los siguientes: (i) folleto con los detalles de la emisión;

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 79007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga. Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.



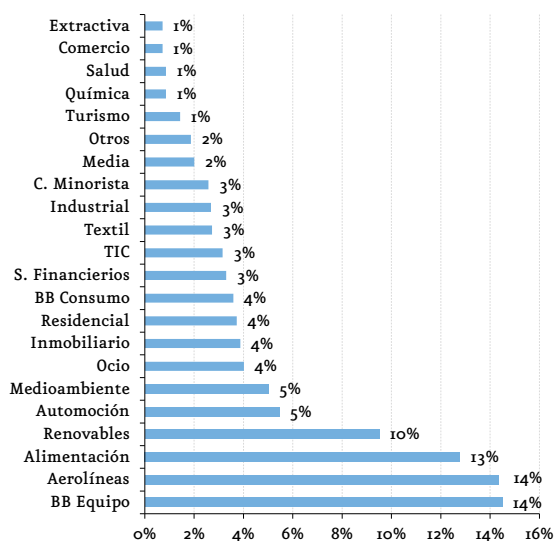
SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

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

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



Distribución sectorial de las emisiones realizadas en el Mittelstand Bond Market de Alemania



Fuente: Afi, Mittelstand Bond Market.

(ii) cuentas anuales auditadas; (iii) informes de resultados semestrales; y por último, (iv) un informe de calificación crediticia.

La totalidad de fondos captados en el MBM de Alemania asciende a 3.500 millones de euros, lo que representa el 0,13% del PIB de esta economía.

El perfil sectorial, pese a ser muy heterogéneo, está concentrado en bienes de equipo, aerolíneas, alimentación, energías renovables y automoción.

Los requisitos y características específicas de cada uno de los segmentos del Mittelstand Bond Market se recogen más abajo en la tabla.

La experiencia de emisiones realizadas hasta el momento, permite ofrecer un perfil de las características de las emisiones que se observan en el mercado:

- Volumen de la emisión: entre 10 y 250 millones de euros, con un volumen medio por emisión de 48 millones de euros.
- Plazo: principalmente emisiones a 5 años, aunque se observa alguna emisión a 2 y 10 años.
- Cupón anual: mínimo de 5,9% y máximo de 11,5%, siendo la mediana del 7,25%.
- Periodo de pago de intereses: anual
- El 80% de las emisiones realizadas han tenido una calificación crediticia en el momento de emisión entre BB- o BBB+.
- Costes de emisión: entre el 2% y el 5% del volumen de la emisión.

NORUEGA. OSLO ABM

El mercado alternativo de renta fija en Noruega es la infraestructura con mayor recorrido histórico de cuantías se analizan en el presente artículo. Este mercado se estableció en 2005, con carácter de mercado autorregulado y con un funcionamiento independiente de las directivas de la UE.

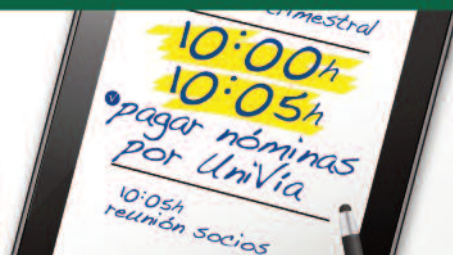
INFORMACIÓN DE LOS SEGMENTOS QUE COMPONEN DEL MITTELSTAND BOND MARKET

Nombre del segmento	Bondm	Entry Standard	Der Mittel-standsmarkt	Mittelstandsbörse Deutschland	m:access
Bolsa	Bolsa de Stuttgart	Bolsa de Frankfurt	Bolsa de Dusseldorf	Bolsa de Hamburgo/Hannover	Bolsa de Munich
Inauguración	2º Trimestre 2010	2º Trimestre 2011	4º Trimestre 2010	1º Trimestre 2011	4º Trimestre 2011
Nº de emisiones	24	29	14	2	1
Volumen total emitido (millones de euros)	1.585	1.060	455	75	25
Sectores por volumen de emisión	1. Industrial 2. Transporte y Logística 3. Automoción, Consumo y alimentación	1. Servicios financieros 2. Industria y alimentación 3. Consumo y Servicios básicos	1. Industrial 2. Alimentación 3. Consumo	1. Servicios financieros 2. Industrial	1. Medios de comunicación
Volumen de emisión (millones de euros)	25 - 150	Sin restricción	Mínimo 10	Sin restricción	Min 25
Nominal unitario de la emisión	Máximo 1.000	Máximo 1.000	Máximo 1.000	Máximo 1.000	Cualquiera
Rating	Necesario	Mínimo BB	Mínimo BB+	Necesario	Opcional
Seguimiento de Rating	Necesario	Necesario	Necesario	Necesario	Opcional
Rating Medio	BB+	BB+	BBB-	BB+	BBB-

Fuente: Afi.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 79007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga. Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

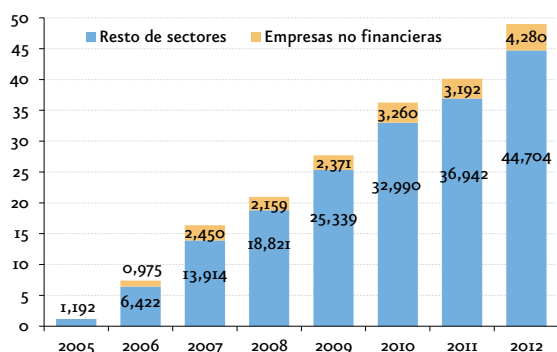
Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

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



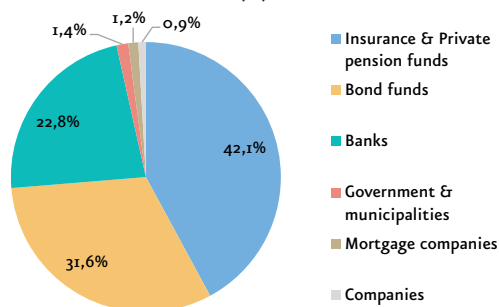
Nominal en circulación en Oslo ABM

(miles de millones de euros)



Distribución de la inversión por sector

(%)



Fuente: Afi, Oslo ABM.

Las características principales de Oslo ABM son:

- El proceso de registro para realizar una emisión es más simple que la admisión a cotización en el mercado bursátil, de igual modo que sucede en España y Alemania.

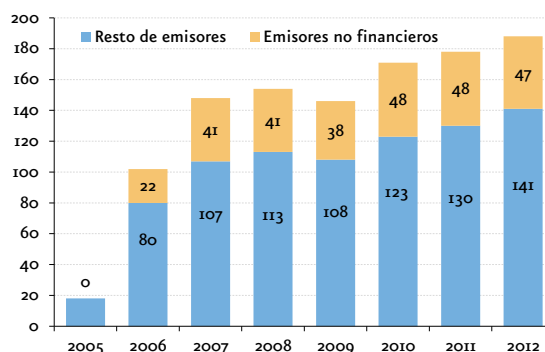
- Existe una mayor flexibilidad para que el emisor elija las normas contables a aplicar (frente al formato de las Normas Internacionales de Información Financiera -NIIF- que deberían adoptar si las emisiones tuvieran lugar en un mercado oficial).

- No obstante, las normas sobre la divulgación de información y las normas de negociación son en gran parte las mismas que para el mercado bursátil, con el objetivo de favorecer la comparación de la información y evitar problemas de confianza en los inversores.

En términos de demanda y oferta de fondos:

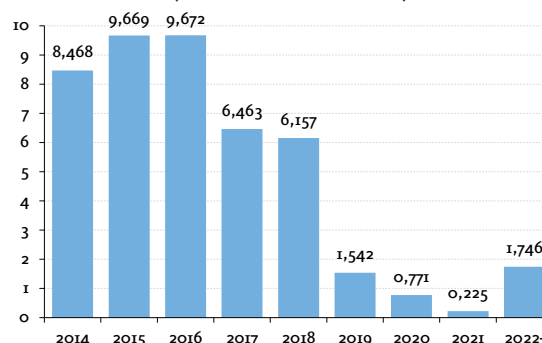
- Las empresas de carácter industrial han captado 4.280 millones de euros, un importe equivalente al 1% del PIB de Noruega. El mayor volumen de captación de

Número de emisores



Distribución por vencimientos

(miles de millones de euros)



fondos en comparación con el mercado alemán ha de relativizarse considerando el número de años de funcionamiento de Oslo ABM, pero constituye un buen ejemplo del potencial de una infraestructura de estas características.

- Los agentes que han liderado la inversión en este mercado son entidades aseguradoras (42% del total), fondos de renta fija (31% del total) y entidades financieras (22% del total).

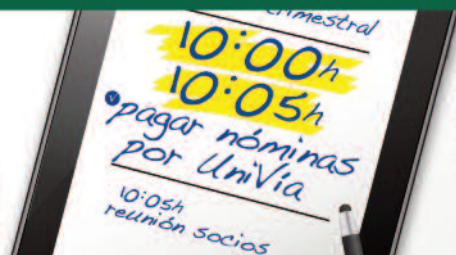
La principal característica diferencial de Oslo ABM frente al modelo español es que está segmentado en dos mercados en función del inversor al que se dirige:

- Oslo ABM *Retail* (valor nominal unitario de emisión inferior a 68.000 euros) que se orienta a la negociación por parte del público en general.

- Oslo ABM *Professional* (valor nominal unitario de emisión superior a los 68.000 euros) que se orienta a la negociación por parte de inversores profesionales.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 79007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga. Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

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

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



RESUMEN DE LAS PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS ALTERNATIVOS DE RENTA FIJA DEL ENTORNO EUROPEO

Mercado	Fecha de inicio	Inversor objetivo	Rating	Volumen de emisión (millones de euros)	Volumen de emisión (como % del PIB)
Alemania	2010	Institucional y minorista	Obligatorio	3.500	0,1
Noruega	2005	Institucional y minorista	No obligatorio	4.280	1,1
Francia	2012	Institucional	No obligatorio	360	0,0

Fuente: Afi.

FRANCIA ALTERNEXT

Alternext ha sido uno de los últimos mercados en establecer un segmento alternativo de renta fija para pymes. Al igual que en España, Alternext inició su andadura como un mercado destinado a la captación de capital por parte de las empresas (de modo análogo al Mercado Alternativo Bursátil -MAB). En enero de 2012 Alternext crea el segmento de renta fija para pymes, ante el progresivo endurecimiento de las condiciones del crédito bancario en Francia.

- Los bonos no son admitidos en una bolsa de valores regulada por la UE; se permite así unos menores requisitos de transparencia y reglamentos de protección del inversor, al igual que ha sucedido en Alemania, Noruega y España.

- A diferencia de Alemania, el emisor no requiere de rating para su cotización, pero sí requiere un sponsor registrado y aprobado por NYSE Euronext, que apoye al emisor durante el proceso de admisión y de la duración de la 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 euros.

- Existe la figura del creador de mercado que provee de liquidez a las emisiones bonos.

El segmento de renta fija de Alternext ha permitido una captación de 360 millones de euros desde su establecimiento a principios de 2012, un importe que supone el 0,018% del PIB de Francia, y que posiciona a este mercado como el que menor actividad ha registrado de las tres infraestructuras que se han analizado, tanto en términos absolutos como en términos relativos.

CONCLUSIONES

Tras analizar las características de los mercados alternativos de renta fija que operan en Europa, podemos constatar el potencial de desarrollo del MAREF y la capacidad que esta infraestructura puede alcanzar en su objetivo de diversificar los canales de financiación de las empresas en España.

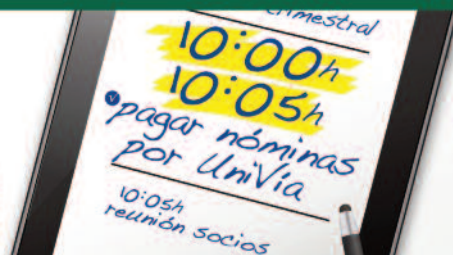
Los factores clave que han ayudado a la implantación de estos mercados en Alemania, Noruega y Francia deben servir como referencia para el desarrollo futuro del MAREF. Los elementos que en cada uno de ellos han servido para dar mayor atractivo a estos mercados, tanto desde el punto de vista de los inversores como desde las empresas que solicitan la financiación, deberían tratar de incorporarse en las primeras fases de desarrollo del MAREF, ya sean factores a nivel regulatorio como a nivel operativo.

A pesar de que los mercados analizados en el presente artículo tienen una misma finalidad, cada uno posee características concretas. La cercanía del *Mittelstand* alemán a las pequeñas y medianas empresas de diferentes regiones del país, a través de su estructuración en cinco mercados diferentes mediante segmentos de sus correspondientes bolsas o la ventaja para el emisor que supone la flexibilidad del formato contable permitido por el Oslo ABM son un claro ejemplo.

Por ello, una vez inaugurado el MAREF, el proceso de mejora y optimización de esta infraestructura debe proseguir. El desarrollo de nuevas medidas enfocadas hacia el potencial inversor o emisor en el MAREF, cuya efectividad ya ha sido probada en países del entorno europeo, supondrían un riesgo reducido, un coste fácilmente cuantificable y unos resultados óptimos en base a la experiencia de otros países ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 79007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga. Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

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

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

