

## La actividad de bonos en el MARF en 2021

Oihane Durán Arbaiza  
 Originación en Mercado de Capitales



El **Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)** nació en España en el año 2013 con el objetivo de convertirse en una alternativa de financiación no bancaria para las empresas. La creación de este nuevo mercado alternativo de deuda corporativa facilitó el acceso a nuevas fuentes de financiación, principalmente para las pymes españolas, contribuyendo a la **potenciación de los mercados de crédito en nuestro país y a una mayor autonomía de las empresas, apoyada en el acceso a una nueva base inversora**. Desde entonces, más de cien compañías, de las que al menos seis son portuguesas, han acudido en busca de financiación a este mercado tanto en bonos como en pagarés.

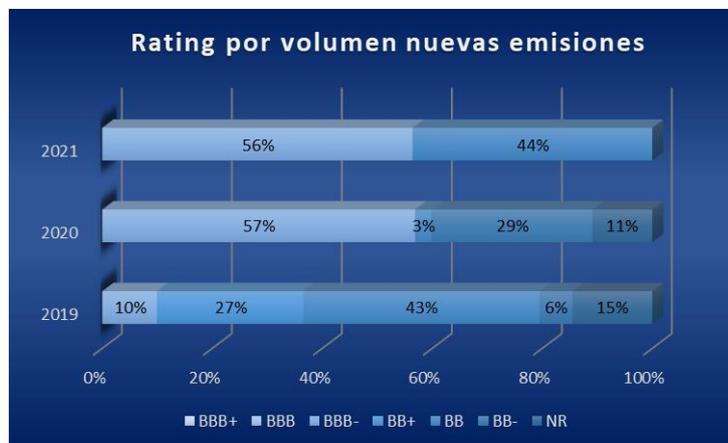
Este artículo tiene como objeto la revisión de la actividad reciente de largo plazo, referente a las emisiones de bonos en el MARF (excluyendo aquellas de los fondos de titulización y centrándose en bonos corporativos y bonos de proyecto). Para este análisis, se ha recabado información sobre los principales aspectos considerados por parte de los emisores a la hora de optar por el mercado de capitales y por parte de los inversores al analizar si invertir en una emisión.

### Lo más destacado

En un año 2021 cuanto menos volátil e impredecible, el MARF ha demostrado su resiliencia, **aumentando en más de un 160% el número de operaciones cerradas en la categoría de bonos** (teniendo en cuenta bajo el concepto de operaciones, conjuntamente las nuevas emisiones y las ampliaciones o *taps* de emisiones vivas) respecto a 2020. También el volumen total de las operaciones ha aumentado, un hito relevante teniendo en cuenta que en el año 2020 hubo emisiones voluminosas, como la de Audax Renovables, por 200 millones de euros, la emisión más grande hasta la fecha en el MARF (posteriormente ampliada hasta los 300 millones de euros). Sin embargo y como se puede observar,



el volumen no ha crecido al mismo ritmo que el número de operaciones, lo que deja este año operaciones de un tamaño medio cercano a 20 millones, en comparación con la media superior a 50 millones del año anterior.



Adicionalmente, a lo largo del último año, el perfil crediticio o *rating* de las nuevas emisiones de bonos corporativos (o, en caso de no contar las mismas con rating específicamente asignado, el *rating* de los emisores) se ha distribuido entre *High Yield* (bonos de Alto Rendimiento o HY) e *Investment Grade* (Grado de Inversión o IG) en un 55% y 45% respectivamente.

Atendiendo al volumen, sin embargo, **los bonos IG han abarcado el 56% del total emitido.**

Profesionales del sector de las finanzas como [De Andrés, A., Garrido, P. y Power, F.](#), en el capítulo 3: *El Mercado de Capitales (Bonos)* en su libro *Fundamentos de Financiación Corporativa*. [Círculo Rojo.](#), aclaran que el MARF no pretende sustituir completamente al mercado bancario, sino complementarlo y, en línea con lo expuesto al inicio, mejorar el acceso de los emisores a las fuentes de financiación, reforzando su capacidad de refinanciar los vencimientos de deuda, incluso en momentos de estrés en los mercados financieros. Por otro lado, en el artículo de [Igartua, M. \(2017, noviembre\)](#). *"Tener alternativas a la financiación bancaria como el MARF es sano"*. [El Confidencial](#). se habla de la actuación de este mercado como detonante para la **profesionalización de las empresas**, ya que muchas lo ven como un hito intermedio hacia un paso posterior, como una salida a bolsa o la entrada de un nuevo socio.

Según exponen [De Andrés, A., Garrido, P. y Power, F.](#), para poder plantearse la participación en este mercado, las compañías han de mostrar un perfil que cumpla, entre otros criterios, con el de una **empresa solvente y saneada y que muestre un crecimiento operativo**. Además de la capacidad de repago de los emisores, las propias emisiones ofrecen ciertas cláusulas o *covenants* para garantizar la protección de los inversores, quienes cuentan también con la figura del comisario de obligacionistas, cuyo cometido principal es velar por los intereses de los primeros. Los numerosos emisores que han participado en el MARF demuestran que este mercado está disponible no sólo para pymes, sino también para empresas de un tamaño y renombre considerables.

Una de las críticas más habituales al MARF es su falta de liquidez. Sobre esto, el artículo de [El Confidencial](#) anteriormente mencionado expone la visión del director general de Renta Fija del BME,

Gonzalo Gómez Retuerto, que comenta que, aunque “las emisiones que salen, por tamaño, tienen un componente estructural de menor liquidez, se tiende a creer que esa iliquidez la provoca la falta de compradores y es más bien al contrario: lo que sucede es que realmente **no hay inversores que quieran deshacerse de ese papel**”. Este fenómeno está completamente relacionado con la mayor presencia en los últimos tiempos de inversores a vencimiento, que llevan a cabo la estrategia conocida como “*buy and hold*” – comprar y mantener.

## Spread de las operaciones

Las emisiones inaugurales de bonos en el MARF conllevan, como regla general, una prima de emisión superior a la de otros instrumentos financieros similares. Sin embargo, cuando los emisores son ya activos en el mercado y cuentan con la confianza por parte de los inversores, los costes se reducen significativamente. En el MARF se aprecia **una prima de emisor novel de alrededor de 60 puntos básicos**, teniendo en cuenta emisiones con características similares (el *rating* o el plazo, entre otras) de un mismo emisor.

En el siguiente gráfico se pueden observar las emisiones registradas en los últimos doce meses, diferenciando éstas entre operaciones de emisión originaria y *taps*.



El contexto histórico y macroeconómico del momento de las emisiones, así como las tendencias del mercado suelen influir en la rentabilidad de las mismas. Ejemplo de ello es el efecto que pueden causar la inflación, la política monetaria y los tipos de interés. A continuación, se muestran los promedios anuales de spread y plazo de la totalidad de las operaciones de bonos corporativos, en burbujas cuyo tamaño viene definido por el importe total emitido. Se reflejan las rentabilidades en spread, aislando así el efecto de las fluctuaciones del tipo sin riesgo.

Observando el gráfico, se podría deducir que las emisiones llevadas a cabo durante los dos primeros años de funcionamiento de este mercado salieron con una prima significativa, relacionada con la prima de emisor novel mencionada al principio de esta sección y por la novedad del mercado. Por otra parte, el año 2017 se desmarca especialmente del resto,



pues fue bastante activo en bonos proyecto. Esta tipología de bonos acostumbra a tener asociado un plazo de vencimiento más largo, pero sin que esto afecte especialmente al cupón asociado, sobre todo gracias a su estructura. Las medias de los años restantes coinciden con las más representativas de las operaciones tipo en el MARF: plazos que van de los cinco a los diez años y rentabilidades asociadas de entre 400 y 500 puntos básicos.

## Sostenibilidad

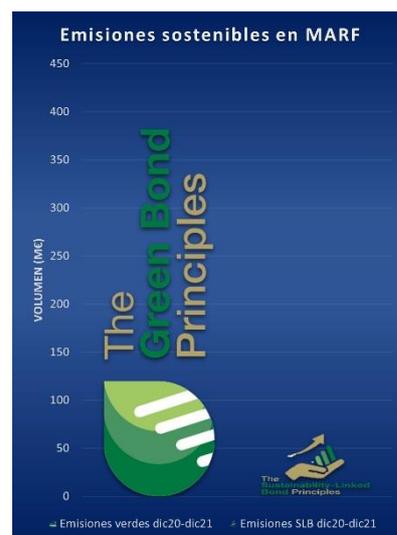
Si hay una característica que ha ido ganando fuerza y presencia en el mercado de capitales en los últimos años, esa es la sostenibilidad aplicada a la estrategia de financiación. Muchos emisores no sólo buscan financiarse de la manera más eficiente posible, sino además contribuir a generar un impacto positivo en el medioambiente y la sociedad. El informe de [RBC Global Asset Management. \(2019, marzo\). Does socially responsible investing hurt investment returns?](#) RBC Global Asset Management Inc., citado en el artículo de [Fortuño, M. \(2021, junio\). El cambio climático ya se nota en los mercados: la rentabilidad de las empresas que se lo toman en serio es un 0,5% superior cada año.](#) [El Blog Salmón.](#), concluye que hay una correlación positiva entre el desarrollo de una empresa en el ámbito de los criterios ASG (Ambientales, Sociales y de Gobierno corporativo; ESG, por sus siglas en inglés) y el precio de sus valores.

Entre otros factores que apoyan el desarrollo de los productos financieros que incorporan criterios de sostenibilidad, se ha demostrado que éstos generan un mayor interés por parte de los inversores, que se traslada a una mayor demanda de los mismos, y consiguientemente a menudo permite bajar su coste financiero. Además, según el análisis de [Bank of America Merrill Lynch. \(2016, diciembre\). ESG: good companies can make Good stocks.](#) Bank of America Corporation. que también recoge la [crónica de Fortuño, M.](#), la rentabilidad a largo plazo de los valores está muy relacionada con los parámetros ASG. En el estudio explican que, si un inversor hubiera observado las puntuaciones ASG de las empresas y sólo hubiera invertido en aquellas con métricas superiores a la media, éste

habría evitado quince de las diecisiete empresas del índice S&P 500 que se declararon en quiebra en el periodo analizado.

Aunque aún se trata de un camino con muchos aspectos por desarrollar, se van tomando pasos hacia una legislación más concreta en el ámbito de transparencia de la publicación e información de criterios ASG. Véase el caso de la revisión por parte de la Unión Europea (UE) de la Directiva sobre informes de sostenibilidad corporativa, mediante la que Europa tratará de aumentar el nivel de la transparencia sobre la información ASG, creando un paraguas bajo el que las empresas estandaricen su reporte, teniendo que contar con auditores externos certificados bajo estándares acordados por los Estados Miembros. Entre otros, la UE amplía la obligatoriedad de publicación de informes de sostenibilidad corporativa a todas las grandes empresas (eliminando el umbral previo de los 500 empleados), así como a pymes cotizadas. Así, en el futuro, 49.000 sociedades presentarán esta información frente a las 11.600 que lo hacen actualmente. Si las negociaciones avanzan favorablemente para su aprobación, la nueva norma se aplicaría a los informes publicados en 2024, correspondientes al ejercicio 2023.

Durante el último año, el MARF ha sido especialmente activo en las emisiones de este ámbito. **Desde diciembre de 2020, se han emitido alrededor de 450 millones de euros entre emisiones verdes y vinculadas a la sostenibilidad.** Los emisores que han llevado a cabo emisiones verdes durante los últimos doce meses son Audax Renovables, Greenalia, Valfortec y Biodiésel Aragón, haciendo un total de 382 millones de euros. Por el lado de los bonos vinculados a la sostenibilidad, los emisores que han sido activos en este campo son Grupo Pikolin, y Elecnor, que han emitido en el MARF un total de 67 millones de euros de deuda vinculada a la sostenibilidad.



## Reflexión

Como se puede desprender de este artículo, el MARF ha probado ser una alternativa real y eficiente para todos los integrantes del proceso de emisión.

Desde el punto de vista del emisor, se trata una herramienta realmente útil para posicionarse en el mercado de capitales y tener acceso a una mayor capacidad de financiación. Por el lado del inversor, este mercado puede aportar una rentabilidad competitiva con una calidad de inversión y una mayor diversificación para su cartera. No cabe duda de que los agentes implicados debemos seguir

trabajando para que el mercado siga evolucionando y así poner en común los intereses de ambas partes. Sólo de esta manera nos aseguraremos de que este mercado sigue siendo una alternativa efectiva y eficaz, como ha demostrado los últimos años, y como esperamos que siga siendo por muchos años más.

## Fuentes

- De Andrés, A., Garrido, P. y Power, F. *Fundamentos de Financiación Corporativa*. Círculo Rojo.
- Igartua, M. (2017, noviembre). "Tener alternativas a la financiación bancaria como el MARF es sano". El Confidencial. Consultado el 20/12/2021

[https://www.elconfidencial.com/mercados/2017-11-29/pikolin-mesa-redonda-alternativas-financieras\\_1484948/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2017-11-29/pikolin-mesa-redonda-alternativas-financieras_1484948/)

- RBC Global Asset Management. (2019, marzo). *Does socially responsible investing hurt investment returns?* RBC Global Asset Management Inc. Consultado el 20/12/2021

<https://www.rbcgam.com/documents/en/articles/does-socially-responsible-investing-hurt-investment-returns.pdf>

- Fortuño, M. (2021, junio). *El cambio climático ya se nota en los mercados: la rentabilidad de las empresas que se lo toman en serio es un 0,5% superior cada año*. El Blog Salmón. Consultado el 03/01/2022

<https://www.elblogsalmon.com/mercados-financieros/cambio-climatico-se-nota-mercados-rentabilidad-empresas-que-se-toman-serio-0-5-superior-cada-ano#>

- Dominguez, M. (2021, agosto). *En el Marf se han emitido 500 millones de euros en bonos verdes en menos de 2 años*. El Economista. Consultado el 20/12/2021

<https://www.eleconomista.es/inversion-sostenible-asg/noticias/11345680/07/21/En-el-Marf-se-han-emitido-500-millones-de-euros-en-bonos-verdes-en-menos-de-2-anos.html>

- Bank of America Merrill Lynch. (2016, diciembre). *ESG: good companies can make Good stocks*. Bank of America Corporation. Consultado el 03/01/2022

[https://www.iccr.org/sites/default/files/page\\_attachments/equitystrategyfocuspoint\\_esg.pdf](https://www.iccr.org/sites/default/files/page_attachments/equitystrategyfocuspoint_esg.pdf)

- Medina, A. (2021, diciembre). *La normativa refuerza la información de sostenibilidad*. Expansión. Consultado el 04/01/2022

<https://www.expansion.com/empresas/2021/12/20/61bfc3bde5fdeaa4438b4596.html>